

# 我が国金融・資本市場の国際化

細 溝 清 史

ただいま御紹介いただきました細溝でございます。よろしくお願いします。

本日は、金融・資本市場の国際化について話す機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

お手元に二種類の資料があるかと思えます。一つは、六月一三日に金融審議会のスタディグループがまとめた「中間論点整理」、もう一つは、その際に参考となった資料ということで、参考資料でございます。

本日は、この「中間論点整理」、文章編を中心

にご説明をしたいと思います。でき上がったものはこういうものなのですが、そこに書いてある意味、ないしは、その中でいろんな議論がされた結果、こういう表現になっているというようなものがございます。したがって、そこら辺をご説明すること、今後、市場関係の制度改正といいますが、市場をめぐるいろんな企画・行政的なところの当面の課題がここに全部出ていると思っています。いただければいいと思いますので、そういった面でご説明をしたいと思っております。

それでは、この「中間論点整理（第一次）」と

いう縦長の資料を引っ張り出していただきまして、めくっていただきますと目次がございます。

三部構成になっておりますが、「はじめに」と「おわりに」は飛ばしまして、真ん中の「検討課題」のところで申し上げますと、目指すべき市場の前提というのはどういうものか、それに向かっていくためには何をすればいいかということ、規制当局というか政府がやるのが「制度を含むインフラ」というところで書いてございまして、それから、右のページの「各市場参加者（プレイヤー）」が取り組むべき課題」ということで、いろんな方にこういうことをやってほしいというのがまとめてあるということでございます。

もう一枚めくっていただきますと、メンバー名簿がございます。御案内の方も多いと思います。金融審議会はいろんな制度の企画立案のために諮問する機関でありまして、法律とか経済とか

金融を専門とされる大学の先生が中心となるのが通常でございますが、今回のこのスタディグループは、そういった意味では、これまでの金融審議会とはやや趣を異にしております。実務界の方を中心に入っていたいでいる。しかも、実務界の中でも国際的な活動をされている、ないしは、そういった経験をお持ちの方を中心に入っていただきました。したがって、この名簿で見ると、大学の先生は三人しかないということで、今までの金融審議会のメンバー構成からすると異例のものでございます。

一枚めくっていただきました。「中間論点整理（第一次）」という本文が出てまいります。

## I はじめに

「はじめに」というところで、なぜこういった

ことをやり出したかという趣旨が書いてございます。

非常に誤解されやすいんですが、過去、二昔前ぐらいまでの金融行政をよく御存じの方は、金融庁もいよいよまた業振興行政をやり出したかと受け取る方もおられるかもしれませんが、それは全くの誤解であります。業振興というよりは、マーケット、市場の振興をやろう、市場の国際競争力を高めようという発想でございます。

そもそも、なぜそんなことを思ったかというのは、「はじめに」のところに特徴的な表現が幾つか出ております。一五〇〇兆円の金融資産を有効に活用して、高い付加価値を生み出す金融サービス業が中核的な役割を果たす必要がある。ただ、そうはいっても、二つ目の〇ですが、国際的なプレzensは低下傾向にある。金融に期待される役割に的確にこたえられていないのではないかと

いった懸念があるということでもあります。したがって、三番目の〇で、我が国にとって、金融・資本市場の国際競争力を強化することは喫緊の課題である。

こう書いていくと、それは当たり前のことであろうと思われるかもしれませんが、ある意味、危機感がこの背景にはあったということを申し上げたいと思います。

この審議会の中でもある委員の方がおっしゃったことですが、かつて経済の足を引っ張らない金融であるべきだという考え方があり、その次に、経済を支える金融であるべきだという考え方、そして、経済を引っ張る金融であるべきだという考え方があります。日本の場合、不良債権処理とか、経済の中で金融が足を引っ張らないようにしなければいけないのではないかといったことが最優先の時代があった。それを越えてきて、ようや

く、資金調達者、投資家を支えるという意味での本来の金融の役割をだんだんやることができるようになってきた。

でも、それで本当に足りているんだろうかということでありまして、このスタディグループの中ではいろんな御議論がありました。一つは、日本の場合には製造業が大きいんだから、それを支える金融でもう十分ではないかという考え方。いや、製造業というのは、比較優位といえますか、国全体の付加価値に占める割合がだんだん少なくなってきた、これからは金融サービス業に依存しなければいけないんじゃないかという議論、そういったいろんな議論がございました。

そうはいっても、そもそも、産業構造の転換というよりは、少子高齢化でとにかく勤労所得を稼げなくなった人が何で稼いでいるかといえば、金融資産の運用ではないか。そうすると、その人た

ちがリスクをとってリターンをとりに行くといったときに、きちんとした商品がある、ないしは、かなりの商品がそろっている、そういったことが重要なんじゃないか、そこら辺は最低限いえるのではないか、こういう議論がございました。

四番目の○の(1)で、投資家にとっては、多様な金融商品・サービスの提供を通じ、有利な運用機会が得られることを意味する。とりわけ、高齢化の進展によりフローの勤労所得が見込まれない高齢者にとって、ストックの資産が生み出す収益に対する依存度は大きい。したがって、国民全体の老後の生活の豊かさにもつながっていくということとは最低限いえるのではないかというのが、このスタディグループの中のコンセンサスであります。

それから、二ページの上ですが、資金調達者にとっては、事業拡大等に必要な外部資金を調

達するための環境が改善することで、さらなる成長のチャンスにつながる。これも、このワーキングの中、ないしは、それを準備するに当たって有識者のヒアリングを相当しましたが、いろんな御議論がございました。経済の事業リスクが間接金融の中で銀行に偏って蓄積されて、それが破裂してえらい目に遭ったことを考えると、リスクマネーというのをきちんと供給し、企業が調達できるといふ機能が必要ではないかといった考え方が、ないし、それをきちんと調達するマーケットができることによって、その企業のガバナンスといいますか、そういうものが向上して、経済全体に非常にいい影響を与えるのではないかといった議論、そういった議論が多々ございました。

そこら辺がその次の○に書いてございますが、投資リターンの増大と金融サービス業が生み出す付加価値は国民所得の増大につながる。そういう

た金融・資本市場の発展は、資源配分機能やガバナンス機能の適切な発揮を通じて、経済活動の効率化や生産性の向上をもたらすということで、経済全体にプラスの影響を及ぼす。あえてこういうことを書かざるを得ないほど、日本の企業のガバナンスというのは、今までどうだったんだろうかというような事例が相次いでおりましたので、まさに金融・資本市場を通じて、企業のガバナンス機能というのは非常に高まるのではないか、適切になるのではないかという期待も込められております。

さらに、世界の、とりわけアジアの成長にも貢献したいということでありまして、ここら辺で、頭の整理でいいますと、結局、投資家、資金調達者、それから市場参加者、この三者がきちんとそれぞれ、当然、その背景には規制当局、我が当局もあるわけでありまして、規制当局や政府の活動

もあるわけですが、そこら辺を通じて、その三者がWIN・WIN・WINといいますが、ポジティブサムの関係がくれるんじゃないか。それをつくっていかないと、じり貧になってしまいうのではないかという議論があったわけでございます。

そういったことで、今回、こういったスタディグループを立ち上げまして、このスタディグループは、そういった問題意識で今何をやるべきか、どういう方向で物を考えるべきかということを議論いたしました。そういった論点を抽出して、そこから先、どうなるかという、例えば、制度改正ものについては、当然、私ども規制当局で引き受けて、さらに金融審議会で御議論いただくものは御議論いただくことでありますし、政府全体の中で、政府のほかの部署で引き取ってもらいたい事柄もたくさんあるということで、ほかの

ところにお願するような検討課題もあります。それから、各市場参加者に対して、こういうことを期待していますということを出そうというのが、この「中間論点整理」でございます。

## II 検討課題

### 1 魅力ある市場の前提

次の三ページ、「検討課題」がありますが、「魅力ある市場の前提」ということで、前提はもう皆さん御案内のとおりでして、「自由」と「規律」、この二言に尽きるわけであります。

(1)が、「多様な商品・サービスの提供を通じた『厚み』のある市場の形成」となっていますが、まさに、ニーズに応じてさまざまなリスクとリターンを有する商品やサービスがシームレスに、連続的に提供される厚みのある市場が欲しい、そ

れにはやはり自由度が要るだろうということでもあります。したがって、(1)は自由ということを書いています。

(2)は「規律」ということでありまして、市場に対する信頼性の確保があわせて必要不可欠だろう。そうすると、法律だけじゃなくて、自主規制とか、すべての市場参加者に高い自己規律といったものを求めているのではないかということとであります。これは後で、プリンシプルとかルール・ベースとか、いろんな議論をやったというところでまた御紹介したいと思います。

## 2 制度を含むインフラ

こういった総論の中で、それでは、政府ないし規制当局は何をするべきかというのが、三ページの一番下の「2. 制度を含むインフラ」というところでございます。

この「制度を含むインフラ」というのはどういうものかといいますと、規制環境といっています。要するに、規制当局がやるべきことをこの辺で大体まとめております。

### (1) 規制環境

最初に、「規制環境」ということで、「より良い規制環境の構築」ということでございますが、一枚めくっていただきますと、四ページの上のほうから、規制環境が極めて重要な要素になる、これは当たり前のことだと思えますが、こうした場合、各国において、よりよい規制環境の構築（ベター・レギュレーション）を模索する動きが見られる。そこで、規制当局の果たすべき役割として何かあるかというと、金融・資本市場の信頼性の向上と発展に貢献すること、この(a)と(b)があるだろう。したがって、民間の活力を生かすようなよ

りよい規制環境の構築に取り組む必要がある。こ  
こは、よくいわれていることを書いてあるわけ  
あります。

### ①規制プロセス

そこで、具体論としては何かということ  
で、「規制プロセス」として、プリンシプル・ベ  
ースかルール・ベースかというのが議論にな  
りました。

例えばアメリカ型とかイギリス型とか、い  
ろいろいわれていますが、ルール・ベースの  
アプローチというのは、詳細なルールを設定  
します前で、事前に予見可能性があるだろ  
うということですが、逆にいうと、新しい事  
柄に対してルールが定まっていなくて、ど  
ういう判断を規制当局がするのかからな  
いといった意味で、その限りにおいては予  
見可能性は落ちるだろうといわ

れております。プリンシプル・ベースでも、  
重要な原則を示した上で原則の遵守を求め  
ることで自由度を確保しながら、市場参加  
者が自主的な取り組みができる。いいこと  
づくめなのですが、プリンシプル・ベース  
であっても、十数個のプリンシプルがあ  
った上で膨大なルールブックがあるという  
ことがよくいわれています。したがって、  
そこら辺はどっちがいいんだろうかとい  
う議論がされました。

その中の議論は、例えば、プリンシプル・  
ベースでやるにしても、法は三章で足り  
るという三章だけあっても、それがどう  
運用されるのかからないという予見可  
能性はないといったところでは、結局、  
いろんな事例の積み重ねで自然とルール  
ブックのようなものができている、ない  
しは、当局がルールブックをつくって  
いるといううなことがあるのではないか。



それから、ルール・ベースといっても、例えば、リテールについては非常に細かいルールを決めて厳格な執行がされる。しかし、ホールセールのところは、一定のセーフハーバーをつくって、ある程度の自由度を認めて、一種、プリンスプル・ベースな運用をしているというようなこともあるのではないか。

そうすると、プリンスプル・ベースといい、ルール・ベースといい、何がどう違うんだ、こうなってくると、明快に二分法では分けられない現実があるのではないか。そのときによくいわれたのは、日本はルール・ベースだといわれていますけれども、では、ルール・ベースがプリンスプル・ベースになったら規制は非常に緩和されるのかといわれると、決してそういうことではないだろう。プリンスプル・ベースになったとしても、そのプリンスプルをきちんと守っていただく業の

方がおられて、それできちんと自分を律していたく、ないしは、自分で判断してくださいといっても、かなり細かく前例集があるといったことになってしまっているのではないか。

そういうことになると、五ページの上にあります、この二つのアプローチは二者択一という単純な整理にはならないのではないか。当然のことですが、論点としてはそういうことだろう。そうすると、両者を相互に補完的なものとしてバランスよく運用してもらおうということに尽きるのではないか。結局、いろいろ議論してみたけれども、こういう総括の仕方になっております。これは、立場によって、また個人の考えによって異なるところだろうと思いますが、とりあえず、このスタディグループではこういった結論になっております。

次の「ルールの更なる明確化」では、ノーアク

シンレターについて、政府全体の取り組みとして、対象範囲の拡大や公表内容、時期についての見直しが検討されているといっています。実は、これはもう実施しております、例えば、照

会者の名前を明らかにするのが今までは条件でしたが、名前を明らかにしなくていいとか、それを公表する時期については、一定程度おくらせてほしいとなれば、背景にある事情はおわかりのとおりでして、新商品を出そうと思ってノーアクションレターに係る書面照会を出して、それが即公表されると、商売がたきに、そんなアイデアがあったのかとわかってしまう、そういったことでノーアクションレター制度は使いにくいというような御議論もございました。

そういう事態を我々は望んでいるわけではないので、できるだけ明快にしたいということでしょうか。いう制度をつくっているわけですから、例えば名

前を出さないとか公表時期をずらすとか、そういった便宜を図ることをオールジャパンでやるということとは、たしかこの六月から政府として、全体として実施することにしております。

さらに、事業者から問い合わせの多い事項については、FAQの仕組みを活用するといった形で、ルールのさらなる明確化に努めると書いてございますが、わざわざこう書かなくても、例えば会計基準ないし監査基準をめぐって、いろんなQ & Aを出しておりますから、そういった形で、ルールについての明確化というのは今までもやっておりますし、現に今、例えば内部統制について、実施基準というのが出ているわけですが、さらになおいろんな問い合わせがあります。それについて、共通してくくって、公表できるものをQ & Aとしてまとめて出そうということで内部作業をやっておりますが、Q & Aの形で公表するもの

も結構あるかと思えます。そういった形で、ルールの明確化には今後も努めていきたいと思っております。

それから、「事業者との対話の促進・対外的な情報発信力の強化」については、規制当局と事業者とのコミュニケーションの機会とか海外広報、そういった体制を強化しろということであります。

日本の法律の英訳自体がないということがよくいわれておまして、今、政府を挙げて英訳化といえますか、そういったものをつくろうと。用語を統一するだけでも大変でありまして、各省によつて癖がありますので、そういったものの統一から始めなければいけないというのが現状であります。

次の六ページ目に「規制当局のスキルアップ」、それから、「海外当局との連携の強化」、MOUを

拡大するとか、国際的なルールづくりに引き続き積極的に参加するというのは当然のことだろうと思っております。

それから、「自主規制の役割・機能の拡充・強化」というところで、金融商品取引法では、業の概念を横断化いたしましたので、今まで縦割り商品別になっていました自主規制機関につきまして、どうするかということを御検討していただいております。先般、金融商品取引法の守備範囲の業態の方に集まっていたにつきまして、自主規制機能のうち、例えば、縦横やってみますとマトリックスになりますが、それで欠けているところは、今ある自主規制機関がそれぞれ自分の役割を拡大してカバーしようといった形で、せっかくすき間のない法律をつくりましたので、自主規制のほうもすき間のないようにしてくださいということをお願いいたしました。

とりあえずは既存の自主規制機関の拡充ということでお願ひしておりますけれども、それを今後こういった形で発展的にやっていくか、一つになるのか、ならないのかとか、そういった議論が今後されるようにございますが、そういったところは、今後、業界の中での御議論をお待ちしたいと思います。

## ②ルール適用

それから、「ルールの適用」ということで「課徴金制度の見直し」が出ております。例えば証券法で、不正取引ないしは虚偽記載について、平成一七年に二度にわたって課徴金制度を導入いたしました。その二度目、継続開示の課徴金の制度を導入したときに、実は、それは附則がついておりまして、その法律施行後二年をめどに、課徴金制度のあり方について見直すことになっております。

す。

課徴金につきましては、まさにそういった立法府のご意思が法律にあらわれているわけで、そういったご意思を受けて、見直そうと思っております。この中の、例えば三段落目、「これまでの実施状況も踏まえ、課徴金制度のあり方について、その対象範囲や課徴金額の水準も含め、見直す必要がある」。

この「対象範囲」というのは何かというと、どこまでを課徴金の対象にするかといったときに、この二年間で実は大きなジャンプがあります。課徴金という制度があつたのは独禁法と証券取引法なんです。一般の公認会計士法の改正で、課徴金制度を公認会計士制度の中にも導入いたしました。

それはどういった課徴金かというと、行政処分の一類型という性格をもった課徴金というものを

入れました。故意ないしは相当の注意を怠ったという過失を前提にした課徴金であります。独禁法とか証券取引法の課徴金は故意、過失を前提にしていますし、業法上の課徴金ではありません。御案内のように、インサイダーをやればインサイダーをやった人、虚偽記載をすれば虚偽記載をした会社といったことで、行為規制に対する課徴金であります。そういった意味で、公認会計士法で業規制の中に課徴金制度が入ったことは大きな意味のあることであります。これを発展させていけば、例えば、証券会社の行為規制違反に対して課徴金をかけるのかといった議論につながってくるわけであります。こうした論点について、今の段階で方針を持っているわけではありませんが、いずれにせよ、課徴金の対象範囲も見直すことになると思います。

それから、課徴金額の水準ですが、インサイ

ダーにしろ、虚偽記載にしろ、機械的に計算する算式になっているのは、本日お集まりの皆さん御案内のとおりですが、公認会計士法では故意の場合と過失の場合に分け、故意の場合は過失の一・五倍という制度を入れました。したがって、課徴金の金額の水準といっても、単純な算式の見直しなのか、ないしは、加重なものを考えるのか、ないしは、リニエンシーといってそれを免除するのか。たしか独禁法の場合は、自首してきた人、三社までは課徴金を減免するとかいった制度だったと思いますが、そういったほかの制度も見ながら考えていくことになろうと思います。

そういう意味では、ここは、対象範囲といい、金額の水準といい、我々として、今、定まった意見と見えますか見解を持っているわけではなくて、ある意味、その次に書いてございます、独禁法の見直しの検討結果も踏まえて、今後、専門的

な検討を進めたいということでありまして、たしか独禁法のほうも、ついこの間、懇談会の結果が出たようですので、そういったものも勉強しながら、この年内を目途に結論を得たい。仮に検討の結果、法律改正が必要という結論になれば、来年の通常国会に法律改正を出すことになるのではないかと思います。

いずれにせよ、こちら辺は、金融審議会で検討していく必要があると思っています。

それから、その次の「紛争処理制度の充実」ということで、先ほども申し上げましたように、プリンシプルをつくる、ないしは、ルールできっちり書けばいいんですが、いずれにせよ、いろいろな事例を積み重ねていって、マーケット参加者が、こういうことがあればこういうことになる、こういうことをやってはいけない、ここまではいいというような事例の積み重ねが重要だろうと

思っております。

そういうことで、事後的なルールの蓄積を図ることが必要というのはそういう意味ですが、そうした場合に、判例でどうかといったときに、法律の適用に関する予測可能性向上といった観点から、金融・証券・商事に関する専門的な高等裁判所制度をつくれないうか。

知的財産権の世界で高等裁判所があります。あれは何でできたかというと、一般の裁判官に任せていると、プロが見て予測可能性がない判決が出てしまう場合があるという議論から、知的財産権について特化した高等裁判所をつくったほうがいいのではないかという議論が出てまいりました。

当方の金融・証券・商事に対しても、判決によってぶれが大きい場合がある。そうすると、やはりそこは専門的な裁判官がいて、専門的にある一定の、プロが見て予測可能な判決を出してくれ

るような裁判所があったほうがいいのではないかなという議論であります。

日本の裁判所、時々、非常にチャレンジな判決を出していただいて、それで世の中が変わってきたといえれば変わってきたんですけども、それだと、商売している人間は非常に不安だししょうがないというような意見もあった。こんな意見は今まで聞いたこともなかった意見なので、非常に新鮮な切り口での意見です。ただ、これは金融庁の所管ではありませんので、法務省とか司法制度改革に期待しているところであります。

### ③市場制度

それから、その下の「市場制度」ですが、「取引所における取扱商品の多様化」ということで、厚みのある市場を形成するためには、取引所の上場商品の多様化が必要であり、投資家保護の観点

に留意しつつ、ETFの範囲の拡大など、多様化に向けた取り組みをやっていくということであります。

別途、内閣の中の経済財政諮問会議は、金融なり株式なり債券なり商品先物なり、一切合財を総合的に取引できる取引所を考えたかどうかというような問題提起をされております。金融庁サイドの審議会として、今の金融先物取引所と証券取引所を、今回、法律上は金融商品取引所として統合しましたので、制度上、両取引所間では上場商品の区別はなくなっておりますが、その取扱商品の多様化といった形で問題提起をさせていただいたということでございます。

その次のページに、「海外企業の株式の国内での取引機会の拡大」ということで、アメリカのADRに倣って、JDRというのをやってみたらどうかということでございます。

JDRにつきましては、現在の民商法でも一応、きちんと当事者が取り決めさえすればできるものだと思っておりますが、幸い、信託法が改正されて、私法上、取り扱いが明確化されました。信託受益権の有価証券化ができましたし、そういったことを前提にJDRができるのではないかと思います。

JDRに係る規制上の取り扱いについても、政府令等において早急に明確化する必要があるとありますが、これは今、パブリックコメント中ですが、JDRとして、上場した預託証券についての開示をだれがどうするのかという話であります。海外の発行会社において、その発行会社の株式を、信託されたものを担保にDRを出して、それを日本の証券取引所に上場するといった場合に、開示をしなければいけない発行者はだれか、こういう話であります。そのときは、見た目は信託銀行か

かもしれませんが、實際上、証券、DRの中身の価値を一番よく知っている人はだれかという発想で、開示の場合の発行者概念として、原株式の発行会社を開示義務者ということにしようと思っております。

今、その政府令の公布に向けた作業中ではありますが、そういうことによって、海外の会社が日本での開示義務を負うという形で日本でJDRができるのではないかと考えております。

ただ、JDRにつきましては、そういった政府令レベルの話と、あとは、例えば決済については、ほふりをどうするかとか、実務的な話がございます。そこら辺は、関係者のこれからのビジネスモデルのつくり方にもかかわってくるかもしれませんので、そういった意味で、関係者の検討状況を見ているところであります。

その下の「プロに限定した取引の活発化」とい



うことで、これが割と大きな議論になりました。

海外企業や国内の非上場の新興企業に対し、我が国の市場における資金調達の機会を拡大する。

この場合、皆さん御案内のとおり、日本において有価証券を公募しようとする、開示義務がかかってまいりますし、いろんな規制がかかります。それは、リテール市場で、個人投資家が入ってくるということを前提に法定の情報開示義務等の投資家保護の枠組みが、証券取引法、金融商品取引法の中に整備されてございますが、片やホールセールということで、機関投資家ないしプロの投資家に限定したマーケット、ホールセール市場と書いてございますが、市場というのか、マーケットというのか、取引の場というのか、そういったものをもう少しプレイアップできないか。

その前提となりますプロという話ですが、この下のほうに「今般の金融商品取引法制の」という

段落がありますけれども、適格機関投資家についてはかなり範囲を拡大しております。これはパブリックコメントをもらいたいならおわかりのとおりでありまして、例えば、有報提出会社で一〇〇億円以上の有価証券残高といっていたのを、有報提出要件をなくしまして、一〇〇億円を一〇億円としただけでも、いろんな法人が適格機関投資家に手を挙げればなり得る。それから、個人であってもどうぞと。それから、組合であれば、組合の有価証券残高が一〇億円以上あれば、どうぞ手を挙げてください、プロになってください。こういうふうに、適格機関投資家という開示の世界ですが、プロの範囲をかなり拡充しておるというのは、今回の政府令をもらいたいだければおわかりのとおりです。

それだけ広がってきた相手に、例えば私募債を売りました、でも、その人たちは、持っているも

のを流動化したいというニーズがあるかもしれない。そこまでプロの範囲が広がってくれば、いろんな方がおられるだろう。そういったニーズがあれば、流通市場をつくってもいいのではないかな。

そうすると、その流通市場とは一体何だ、こういう話になってきて、流通市場というのは、ハページの下に、これらの制度整備をベースとして、ハイリスク商品等の取引を含め、ホールセール市場におけるプロに限定した取引を一層活発化させていくということが考えられるのではないかな。ただ、その際、市場関係者のニーズをまずよく踏まえたいということであります。それで、講ずべき方策があれば、その実現に向けて適切に対応していく。

そういった意味で、ニーズがなければ、当然そういったマーケットというのはできるはずもありませんが、ニーズがあれば、実は、もう知らない

ところでできているのかもしれませんが。そこは私もよくわからないんですが、もしそういったニーズが本来にあるならば、何らかの適切な規制をすることによって、そういう取引の場を公認していくといいますか、認知していくといいますか、そういったことができるのではないかな。それによって、取引参加者も非常に安心して取引ができる場ができるかもしれないと思っております。

それから、「グリーンシート市場の改革」が次の九ページの真ん中に出てまいります。現在、非上場の株式の取引の場としては、日証協が運営されておりますグリーンシート市場があるのは御案内のとおりであります。上場廃止銘柄の場合はフェニックスという区分になっているというの、皆さん御案内のとおりであります。

実は、ここは、上場廃止をどう考えるかという話がありまして、昔は、上場廃止といえど、大概

は、もう株券自体は企業価値がほとんどなくなつたというのが多かったと思います。例えば債務超過であるとかいった形で上場廃止になつてしまふ。でも、最近はそうでもない上場廃止が見られるようになってきたというのも、最近の事例を知らんなればおわかりのとおりでありまして、上場廃止になつた場合に、例えば、一〇万人の株主がいる企業が有価証券報告書の虚偽記載をやつて、それが重要な虚偽記載で上場廃止になりまして、それといったときに何が起ころかという、では、その会社は、債務超過で株券は価値がない株券ですかといえ、いや、債務超過じゃありません、資産価値はあります、したがって、かなりの株価はありますといったものが、有報虚偽記載することによって上場廃止されることによって、投資家は売買の場を失ふことになります。

それはそれで、ルールですから、しょうがない

といえ、しょうがないんですが、果たして、その投資家が取引する場を持たない、自分が株を売ったり買ったりする場がないということをもつてよしとするのかということでありまして、むしろ、そういった場合は、何かそういった場をつくつたほうがいいのではないか、流動性をつけてあげる場をつくつたほうがいいのではないか。会社に対するサンクションと投資家に対するサンクション、いろんな考え方はあるでしょうけれども、上場廃止になつてしまったために、全く流動性がなくなつてしまったということで本当にいいのかというと、何か適切な場があつてもいいのではないかとこのことでもあります。

このところは、まさに日証協を中心に、市場関係者で検討を進めてくださいとお願いしているところでございます。

④その他

それから、「金融商品取引法制の施行とその活用」と書いてございますが、二段落目にありますように、先ほど申し上げました、縦割りの業規制を横割りにいたしました。したがって、横割りにした結果、いろんな規制が、今まではそんな規制と全く関係なかった業界にもかかることになりました。

基本的な原則は、同じようなものを売る場合は同じような規制を、同じような経済行為には同じような規制をとという発想で横断化したわけでありますが、かといって、それぞれの商売の特殊性を勘案しないというものでもないということで、パブリックコメントにいろんなご意見をいただきました。今、政府令の最終作業をやっている最中でございます。

例えば、その中でいえば、ヘッジファンド等も

含まれますが、ファンドに対する規制というものも導入されたのは御案内のとおりであります。一般の方向けに、いわゆる公募型で販売、勧誘する場合には当然登録制をとっていただいておりますし、それから、プロ向けの場合、具体的には、適格機関投資家プラス四九人以下の一般投資家の私募型といえますか、そういったファンドの場合には、登録制ではなく届出制ということにさせていただきます。

このような詳細を今詰めておるところでございますが、いずれにせよ、法令というよりも、むしろ監督指針とか、実行上の話になってくるかもしれない。ただ、この法律をうまく施行していくというのがこれからの我々の課題でもございます。

それから、一ページめくっていただきまして、一〇ページですが、「銀行・証券に係るファイ

「アーウオール規制のあり方」ということでございます。ここは皆さん、一番御関心のあるところかもしれません。平成五年以降、業態別子会社が相互参入できたといったときに、利益相反とか優越的地位の濫用の防止といった観点から、例えば、非公開情報の授受を禁止するとか、役員の兼職をどうするかということで、証取法四十五条とか府令に基づき、いろんな規制があるのは皆さん御案内のとおりであります。

実は、このスタディグループの中で申し上げますと、非常にここは意見が分かれたところであります。外資系というか、ヨーロッパ系の考え方をされる方は、もとよりユニバーサルバンキングですから、そんなものはあるのがおかしいという発想であります。それから、アメリカ系の考え方をされる方は、アメリカでもそういう規制は実はかなり緩和されておるといった御意見がございました。

た。

一方で、そうはいっても、日本の場合、銀行のプレゼンスというんですか、銀行と証券を比べたときの銀行のプレゼンスは相当大きくて、そこがまさに優越的地位の濫用とか利益相反とか、そういったこともまだまだ考えられるではないか。したがって、そういったことには慎重に対処すべきである、こういった議論も出てきました。

そういったことで、ここの中ではどう書いてあるかというところ、そこは事柄として全部書こうということを書いてあります。例えば、金融グループとして利用者に総合的なサービスを提供することが難しいとか、統合的なリスク管理が難しいとか、海外から来た企業にとってはコスト増になっているとか、そういった御議論。それから、そうはいっても、利益相反や優越的地位の濫用の可能性は今日においてもなお重要であるといった御議

論。この二つを書いた上で、そういった両方の観点も踏まえ、必要十分なものとなるよう、今後、金融審議会の場合において早急に検討を開始すべき、こういうふうにいたしました。

論点総ざらえの中でこれが出てきて、当然これは見直すべきであるという御議論が強かったんですが、どっちの方向かというのが非常に難しく、コンセンサスベースでいいますと、必要にして十分な規制というのは当然だろう。今の規制が必要にして十分かどうかという検証も含めて、今後、金融審議会で議論していつてはどうかという話になっています。

ただ、先ほどのメンバーリストをごらんになればおわかりのとおり、規制緩和派がかなり多かったというのは事実であります。そこら辺は両方の意見ということで御紹介させていただいて、これは、これから金融審議会で検討していくことにな

ると思います。

それから、この議論をやっている最中に、一ページの右上ですが、これは銀・証だけに限らないじゃないか、証券会社の中にだってあるんじゃないかというような話、ないしは、広く金融グループ全体でそういったことが考えられるのではないかといったことも含めて検討してほしいという御議論もございました。

ここら辺が大体、規制当局として、これから時間をかけて議論してこういう事柄を総ざらえた分野でございます。最初からいうと、課徴金、それから、このファイアーウォールといったあたりが金融審議会で今後議論がなされるような課題であって、物によっては制度改正、法律改正マター、場合によっては政府令のマター、監督指針のマターかもしれませんが、そういったものが整理されて出てくるだろうと思っております。

(2) その他の制度インフラ

以下は簡単に御説明したいと思います。

「決済システム」、Tプラス3とかになっておるものをどうするかといった議論も出ました。それから、その下にあります「個人の資産形成促進スキームの導入」ということで、日本版四〇一kをもう少し拡充できないかというような話。それから、インフラという点では税制がありますので、最初の・が「税制」。証券税制については、去年から持ち越しになっておりますので、この中では、法人・個人の各段階を通じた税負担については、税制が市場に与えるゆがみを少なくする方向でやっていくべきだというのが、税制の前半です。

税制の後半は、むしろタックスヘブンにみんな逃げていく、そのときに、日本全体として税法系のあり方をどう考えればいいのかということにつ

いても、やはり考えるべきではないか。直接税が重いのがいいのか、間接税が重いのがいいのかといった議論のときに、こういう国際金融センターとしてタックスヘブンにどんどん逃げていくという実態も踏まえて、税制当局では議論してほしいというメッセージであります。

それから、「人材教育」。ここはもう従来からいわれているものであります。

(3) 物理的環境

一三ページ右側にありますが、「物理的環境」ということで、「都市インフラ」と「交通インフラ」と「その他 人材確保のための生活環境等の整備」を書いてございます。

先ほど申し上げましたように、日本の国内の業振興というつもりはありませんので、マーケットとしての振興をやっている。そうすると、マー

ケットへの参加者というのは内外無差別といいますが、外からいらっしゃる方もウェルカムということで、内外のプレイヤーが安全・快適に活動できる都市環境の整備に積極的に取り組むという発想でございます。

ただ、実際に幾らITが進んでも、フェイス・ツー・フェイスのコミュニケーションといったものが非常に重要だという世界だと思っておりますので、市場参加者の集積を促進するといっても、これは単に抽象的な集積ではなくて、物理的にある一定のところに自然と集まってくるだろうと予想しています。自然と集まってくるんですが、そのときに都市のインフラがそろっていないとどうしようもないということで、都市再生本部と連携して、都市再生プロジェクトとしてやろうということでございます。

交通インフラ、それから、その下の「人材確保

のための生活環境等の整備」も同じでありまして、国籍を問わず、優秀な人材を確保したいということで、外国人にとっても、医療とか教育の面で生活しやすい環境を整備することが重要だろう。

こういったことは、金融審議会の答申の中では今までなかったことだろうと思いますが、最初に申し上げましたように、経済を支える金融、経済を引っ張る金融。経済を引っ張るというのを考えていきますと、当然こういったことが入ってくる、波及効果として予想しているものでありまして、そういったものもここら辺で、これは都市再生本部になりますが、提言を申し上げているというところでございます。

### 3 各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき

#### 課題

一四ページ以降は、各市場参加者に対していろ



いろ申し上げていることです。今まで規制当局なり規制環境なりの中で書いていることをプレイヤー側でこう受けとめてほしいといった意味で、ややダブってはいるかもしれませんが、ここでプレイヤーにぜひ取り組んでいただくべき課題。官民挙げての取り組みというふうにしていただければと思っていますので、「各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題」として、ここでそれぞれについて、こういったことを期待していますというのを書いてあるということです。

(1) 市場開設者

一番目に、「市場開設者」。これは証券取引所なり金融先物取引所ですが、取引所関係でいいますと、例えば、外国株の上場が少なくなってきたというところで、海外企業を我が国市場へ誘致するためのプロモーションをやっていたらはどう

うか。これはもう現にやっておられますので、あえて強調するまでもないと思っています。

二番目に、「取引所における取扱商品の多様化」ということで、多様な商品が取り扱われるということで、投資家保護の観点に留意しつつ、ニーズを踏まえて積極的に取り組んでくださいということです。

取引所に一番期待されているのは、三番目の「自主規制機能の強化」であります。例えば、公開会社のガバナンスの向上ということで、東証の企業行動規範といったものも早くつくってくださいといった、取引所自体も場を開設しておられますので、自主規制機能をきちんと発揮されることを期待していますということです。

昨年来、いろんな議論がありまして、いきなり証券監視委員会が出ていって御用とやるのか、こういう議論がいろんな方面から寄せられました。

赤信号ならわかるけど、黄色信号は出せないのか、こういう話であります。黄色信号を出すというのも、いろいろな出し方があるうかと思えますが、行政当局として、それを出していくのには限度があるといえますか、不当な介入といわれる可能性もあるし、どうすればいいだろうかということで、関係者ともいろいろ相談をさせていただきました。

それで、自主規制機関としての取引所、それから、後で出てまいります、まさに日証協を初めとする自主規制機関。更には個別の証券会社の、例えば引き受けに当たったの自主規制といえますか、自主的な規律といったものを期待しているというのが非常に大きなところであります。その一環として、ここでは、取引所については、自主規制機能の強化というのを書いてあるということでもあります。

## (2) 資金調達者

それから、「資金調達者」のほうは企業への注文ということがあります。

企業への注文は、こんなのも今まで金融審議会がいったことはなかったんじゃないかと思うんですが、次の一五ページの右上に書いてございますが、資金調達者みずからが、コーポレートガバナンスの向上や内部統制の整備を図り、内外の投資家に対する説明責任を果たす、ここまでは金融庁がよく知っている話であります。その次、投資家の期待するリターンの実現に努めていくことが重要である。これはまさに今回のスタディグループの中で、機関投資家なり、そういったサイドの方々から、企業自身もしっかりとそういったことをやってくれないと、どうしようもないのではないかと思います。御議論があったので、書いてあるというわけがあります。

今回のこのスタディグループの記述としては、金融庁のテリトリーを超えた話が結構書いてあるということの一例でございます。

(3) 個人投資家

「個人投資家」については、金融経済教育の一層の充実により金融リテラシーの向上を図る必要がある、これは今までもいわれている話であります。

(4) 機関投資家

その次の「機関投資家」、これは今までいわれていなくて、かなり議論になったところであります。

機関投資家の位置づけですが、個人が機関投資家を通じて間接的に市場参加するという、いわば真ん中のビークルみたいなイメージで、いわゆる市場型間接金融の中核的な存在というふうに今回は位置づけて、年金とか投信とか保険の機関投資

家が一体どういうことをやらなければならないかというの、言い古されていますが、フィデューシャリー・デューティーを尽くしていただくということがあります。

フィデューシャリー・デューティーは「受託者責任」ということで訳されていますので、受託者という立場に限定したような責任であると誤解されても困りますので、ここは、受益者のためにちゃんと仕事をやるという意味ですよということであえて「フィデューシャリー・デューティー」という言葉で書いてございます。次のページに（注）をつけております。

フィデューシャリー・デューティーをやるのに、一五ページの下のほうをごらんいただきたいんですが、こんなことは今まで書いたことはないと思うんですが、「諸外国と比べ、運用対象の多様化や、議決権行使等を通じたガバナンスの発揮

が未だ十分に進んでおらず」ということも書いてありまして、これはまさにスタディグループの中で出た議論だったので、そのとおり書いてあるということでもあります。

その次のページに、機関投資家が市場で運用する資産に対する投資収益率も、必ずしも年金加入者等の期待にこたえる水準に達していないとの指摘もあるということで、かなりこちら辺は議論になりました。

そこまで来ると、公的年金の運用のあり方について、そもそも論があるという議論が出てまいりました。政府の中で大きな負債を抱えながら大きな資産を持っている、両建てで持っているのが今の公的年金資産であり、一般政府の赤字は負債であります。では、そういった両建てになっている資産を市場運用していいのか、それはむしろ非市場型の国債で運用すべきではないか、アメリカの

公的年金はそうになっているのではないか、というような議論が出てきて、いや、そうはいつても、現実には市場運用しているんだから、そこはフィデューシャリー・デューティーを考えて、きちんと投資収益率も頑張って上げるべきではないかといった議論が出ました。

いろんな議論が出たということでありまして、年金のそもそも論の議論も含めて、いろんな議論があったんですが、結局、現に今もう運用しているんだから、そこは、オルタナティブ投資も含めて運用対象や手法の多様化といったものをやって、受益者の期待にこたえていくことが必要なのではないかといったことで、ここのところはまとめております。

こういった議論も今までは余り、金融サイドから年金サイドに注文をつけるということとはしていなかったと思います。

(5) 金融仲介者

それから、(5)の「金融仲介者」であります、金融仲介者の方々には、まさにみずからの経営判断に基づいて創意工夫を発揮して、金融イノベーションに取り組んでいただきたい。あわせて、分散投資を図るなど、リスク管理の徹底をしていただきたいと書いてありますが、何より、先ほど申し上げましたが、高い自己規律といいますか、そういうものを持ってきちんと商売をやっていたきたいというのが一つの発想でございます。その中で、イノベーションとかリスク管理が出てくるのではないかと思っています。

(6) 周辺サービス

最後に、「周辺サービス」ということで、法律・会計サービス等の充実のための人材の育成ということ、法律とか会計、ビジネススクール、

ロースクール、会計専門職大学院まで触れておりますが、担い手育成をやるべきだろうということであります。

### Ⅲ おわりに

最後の一八ページですが、「おわりに」ということで、最初の○をもらいたくどと、書いてありますとおり、「規制当局をはじめ政府として取り組むべきもの、民間の自主的かつ積極的な取り組みにゆだねられるべきものなど様々な主体による取り組みが含まれてい」ます。金融審議会で部会とかワーキングとかやって、金融制度をどういうふうに変えていこうかという議論をするときには、こういった広がりには余りなかったと思います。今回、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」という名前にしてあります

すので、いろんな論点を抽出し、方向性を議論するといった中で、当然、その議論に制約を加えなかったがゆえに、今申し上げたように、非常に総花的ですが、いろんな論点が出ておる。したがって、それをまとめるときには、規制当局のみならず、政府として取り組むべきものもあれば、民間の取り組みを期待するものもあります、こういうことであります。

これらの課題を実現するために、「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」という包括的なパッケージとして内閣の重要課題として位置づけてほしいということでございますが、六月一日にこの報告が出ました。六月一九日の経済財政諮問会議で、「経済財政改革の基本方針二〇〇七」、いわゆる「骨太の方針」が決定されました。その中に「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」を、今後、金融庁が中心となって取りまとめて、

政府全体として一体として推進するという言葉が入っております。したがって、これは年内ということになっておりますので、年内に「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」というものをつくらなければいけない。

その中身はというと、今申し上げたような課題の一覧表があるわけでありまして、金融当局として、規制当局としてすべきこと、それから、政府全体としてやっていかなければいけないこと、それから、民間の方にやっていただきたいこと、それらをどういうふうに一体のものとしてプランにしていくなかというのを年内に我々は考えていきたいと思っております。

三番目の〇ですが、特に制度的な対応が必要となる課題については、今後、金融審議会で整理した上で、法制面を含めさらに検討を進めるということにしております。

ということで、金融の制度改正ものについては、金融審議会で、これは夏以降ですが、かなりいろんな場をつくることになるうと思います。第一部会であったり、ワーキングであったり、場合によって、銀・証の問題というのは第一部会、第二部会にとらわれませんので、別の場が要るかもしれません。そういった場で議論をしていくという予定にしております。

参考資料は、これを我々が考えたときに、一体どういうものを見ながら、どういうことを考えながらやったかというのを、ファクトを中心にまとめてありますので、後でごらんいただければと思います。

以上で私の御説明を終わって、質問をお受けしたいと思っております。よろしく願います。

高橋理事長    どうもありがとうございました。

大変広範囲にわたる改革プログラム、審議官のお話にもありましたように、従来の金融審議会、あるいは金融庁のつくります計画の枠をはるかに超えた、広範な分野にわたるプログラムであろうかと思えます。各分野にわたりまして、大変丁寧な御説明をいただいたと思います。ありがとうございました。

若干お時間をいただいておりますので、御意見なり御質問なり、おありの方はぜひ御発言いただきたいと思えます。

皮切りに私のほうから。最後に、今後のスケジュールということで、年内に「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」を取りまとめる、そのために、金融の分野では、金融審議会でのいろんな場をつくって検討していくことでありますけれども、その検討のめどは、方向がきちっとまとまったパッケージとして出すことを目指して

おられるのか、あるいは、その段階でもまだ中間的な報告になる可能性があるのか、その辺のスケジュールはどんなふうにごらんになっているんですか。

細溝 まさにこれは見込みに関する話なので、うまくいけばということだろうと思いますが、金融制度面、つまり金融庁の所掌に係る事柄については、我々、年内に結論を得るべく、夏以降、金融審議会なり関係者との調整をやるというふうに思っておりますが、そうでないものがございます。例えば都市機能の高度化、そういったものについては年内にめどが出るのか、これは今後やってみないとわからないと思っています。それから、取引所の上場商品の多様化とか、金融庁だけで判断してすべて決められる事柄とは限りませんので、そこら辺が年内でできるかどうか。

ただ、税制がそういった意味での最大のものか

もしれませんが、税制につきましては、年末一つの区切りがありますので、そこを目指していくということになるかと思っています。

高橋理事長 ありがとうございます。

どなたか御質問のある方、いらつしやいませんか。

今お話に出た金融センター、これは金融庁ではない場で検討されることになるんだろうと思いませんけれども、今、いろんなところに新しいビルがどんどんできて、かなりビルの集積が進んでいるかと思えますけれども、そういうのでは金融センターとしてふさわしくないというような意見もあって、新たに金融センターというテーマが検討されたということも伺っておりますけれども、金融センターとしての集積というのは、今のビルではどういうところが足りないのか、どういうものを期待してこういうテーマが取り入れられ



たのか、その検討の過程みたいなものがあつたら教えていただきたいと思います。

細溝 六月一九日に、「国際金融拠点機能の強化に向けた都市再生の推進」というのが、全閣僚がメンバーになっております都市再生本部で決定しています。ただ、その場所をどこにするかといった話は、まだこれからということになっていました、それは都市再生本部で決められることになろうと思っています。

その背景にありますのは、日本の金融機関の方からは出てこない意見だったので、皆さん、奇異に感じておられるんだろうと思います。今回の議論をやったときに、外資系の方の御議論も聞こう、つまり、国際競争力の強化ですので、なぜニューヨーク、ロンドンでできて、東京ないし大阪でできないのか、何が違うんでしょうかというのをヒアリングしました。

その中で出てきた議論としては、住みやすいという面においてはいい、それから、一五〇〇兆円の個人資産があるというのは非常に魅力だということは口をそろえていっていました。ただ、一つ、生活環境といった面で我々は非常に困っている、ないしは、ビルをつくる面で困っておるということが出てまいりました。

時を経ずして東京ミッドタウンができて、その中に入っているのは、半分以上は外資系企業で、半分以上は金融機関や金融関連サービス。何でそういうところに集まって入るんですかという、Aクラスビルで、これだけの機能をそろえたビルは日本には余りない。国際的な活動をしている金融機関にとって、自分たちの社内スタンダードから見ても、支店が入る適当なビルは今まで余りなかったけれども、ここはそれだということに入ったというようなことも内々聞きました。

そういった点で、日本の社会インフラで、立地を妨げているような、ないしは、立地の障害となっているようなことがあるのならば、それを取り除こうではないか、そこから出発した話でありまして、皆さん、ここに立地しなさいというような指導をやるつもりは毛頭ありません。

ありませんが、自然と出てきた話は、例えば、大きなデューリングルームをつくろうとしても、柱がない空間は非常に少ないというような話。それとか、居住空間としても、居住空間とオフィスが隣接しているとか、そういった中で仕事ができるというようなことがないとか、あとは、そういった意味でサービスパートメントも要るとか、あとは、セキュリティーの関係で、外資系に行けば、皆さん、非常にセキュリティーが厳しいと思われるかもしれませんが、あれがどうも標準のようでありまして、そういったセキュリティー

面での話とか、非常用発電装置とか、その他もちろん、聞いていくと、生活環境というのが一つあるのかもしれない。そこで、都市再生本部とも御相談をいたしました。

御相談したところ、もしそういうことで、都市インフラなり、そういったサイドから金融の資本市場としての国際競争力を高めるための立地促進といった意味で、何か手伝えるのであれば手伝いましょうということ、これを都市再生本部が決定してくれたということであります。

何があるかというと、都市再生プロジェクト自体、もう二十数個進んでいますので、地域がかなり指定されていますから、そこに重疊的に指定すれば終わりという話なんです、指定すれば何が起るかというと、容積率の割増しとか、そういったものができる。ないしは、場合によって、これは今相談しておりますが、ビルを引き渡すと

きに、スケルトンで渡してもらおうと、内装が自分のやりたいようにできる。ところが日本は、建築基準法とか消防法とかの関係で、ある程度内装をやった上でないと引き渡されない。引き渡されてから、つけられた内装をひっぺがして自分たちの仕様になっている。そんなむだなことはない、それでコストがすごくかかる、そのためにビルに入れない。ビルに入れない間、ほかのビルを借りているけれども、家賃を二重に払うのか。家賃を二重に払うのはたまらぬから、そこはフリーレントにしてくれ。そうすると、その家賃の分をビルはとれていない。そういったことで、建築関係ないし消防法とか、そういった規制も変えたほうがいい世界があるかもしれないというのがだんだんわかってきたということがあります。

これはむしろ都市再生本部に旗を振ってもらおう話であって、我々は誘導行政をやるつもりはない

ので、自然とそういったものがふえてくるだろう。ただし、そうなってくると、集積ですから、人が人を呼ぶことになってきて、ある程度地域を決めておけば集中立地するだろうと思っています。

金融の世界とはいえ、IT化が進んだとはいえ、法律事務所とか会計事務所がすぐ近くにあって、すぐ会議ができるようなものが欲しいという声も聞きましたので、そういったものを全部含めて都市再生プロジェクトとして仕立てたというのが今回の話であります。

したがって、具体的に場所をどうするかというのはこれからですし、多分、ニーズを調査しても、国内の金融機関の方からそういうニーズが出てくるかどうか、これはやってみないとわからないと思いますが、そういった感じで進んでいるというのが今の状況です。

高橋理事長　ありがとうございます。

質問者 一つお聞きしたいんですが、我々、ルールが厳しいというのも、それに応じていくのはなかなか大変なんです、五ページに書いてあります「ルールの更なる明確化」ということで、ルールが明確であること、予見可能性が高いということが非常に重要なんです。ノーアクションレター、今般改正されて、非常に期待しているんですが、従来から制度としてはあったんですが、我々のほうでは、これを利用していったときに、どうも余り前向きに受けとめてもらえないんじゃないか、何となくそういう感じがありません、使いにくかったという面も否めないんです。

今般、この改正によって、本当にウェルカムで前向きに対処していただけるのかというところにまだ若干の心配がありまして、それについてコメントしていただけるとありがたいなと思っています。

細溝 ノーアクションレター自体は、ほかの分野よりも、金融分野はより合っているといえますか、適切な手法だと我々は思っています。したがって、ノーアクションレター自体はどんどん使ってほしいと思っています。やればやるほど、ルールに穴があったことがわかるとか、そういったところもあるんですけれども、むしろ、あるルールのもとにビジネスとしてこういうことができる、これについてどう思うか、こう聞いていただいたほうが、我々はビジネスをやっているわけじゃないので、こういったルールの使われ方をするのかというのはわからないんです。

したがって、政府全体の取り組みよりも、金融庁は一步先んじていろんなことをやっていると思います。金融庁独自の取り組みという意味においては、例えば、窓口を監督局の総務課に一元化するとか、追加書面は必要最小限にするとか、そう

いったことは今回も政府全体の取り組みに上乘せ  
してやっておるわけですし、今回の公表期間をず  
らせるというのも既に金融庁では実施されていた  
ことであります。

そういった意味では、物すごく使い勝手のいい  
制度にしていこうというのは、我々も意識して  
やっているということでありまして、ぜひ積極的  
に使っていただきたいと思っています。

高橋理事長 公表の時期は、どれぐらいおくらせ  
るかというめどはあるんですか。

細溝 原則三〇日以内に公表するものとするとい  
うのを、三〇日を超えてから公表することができ  
るというふうにしたので、全く公表しないという  
わけにはいかないだろうと思うんですけれども、  
具体的な時期は紹介者の希望を踏まえて対応した  
いと思っています。例えば、あるビジネスをやリ  
たい、ある商品を出したい、その出したい前に公

表されてはかなわぬといわれたら、出したいとき  
まで待つとか、そういうことだと思っています。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何か御質問あるいは御意見等、ございま  
せんでしょうか。

審議官には、大変忙しい時期だったかと思ひ  
ますけれども、今日はありがとうございました。  
今後の行政の方向、あるいは、業界としてどうす  
べきかというような方向について、大変重要な御  
示唆をいただいたかと思っています。

今日はどうもありがとうございました。(拍手)

(ほそみぞ きよし・金融庁総務企画局審議官)

(本稿は、平成一九年七月四日に行われた講演会の  
記録で、文責は当研究所にある。)

細 溝 清 史 氏

略 歴

昭和53年 3 月 東京大学法学部 卒業  
 昭和53年 4 月 大蔵省入省(主計局総務課)  
 昭和54年 6 月 留学(英国・ケンブリッジ大学)  
 昭和56年 7 月 通商産業省機械情報産業局電子政策課総括係長  
 昭和58年 7 月 園部税務署長  
 昭和59年 7 月 銀行局総務課課長補佐  
 昭和61年 6 月 青森県農林部経済課長  
 昭和63年 4 月 “ 総務部財政課長  
 平成元年 7 月 主計局主計官補佐(経済協力第二係主査)  
 平成2年 7 月 “ (地方財政第一、二係主査)  
 平成4年 7 月 “ (厚生第一、二係主査)  
 平成5年 7 月 熊本県企画開発部長  
 平成7年 7 月 大臣官房企画官兼主税局税制第二課  
 平成8年 7 月 主税局主税企画官(税制第二課)  
 平成9年 7 月 主税局主税企画官(税制第一課)  
 平成10年 7 月 主計局主計官(文部、科学技術担当)  
 (11年1月～7月)兼金融企画局企画課債権等流動化室長)  
 平成11年 7 月 主計局主計官(地方財政、大蔵担当)  
 平成12年 7 月 “ (総務、地方財政担当)  
 平成13年 1 月 内閣官房行政改革推進事務局特殊法人等改革推進室参事官  
 平成14年 7 月 主計局法規課長  
 平成15年 7 月 大臣官房信用機構課長  
 平成16年 7 月 金融庁総務企画局企画課長  
 平成17年 8 月 財務省関東財務局東京証券取引所管理官  
 兼関東財務局金融先物取引所管理官  
 兼金融庁総務企画局審議官(市場担当)  
 兼公認会計士・監査審査会事務局長  
 平成18年 7 月 財務省関東財務局東京証券取引所管理官  
 兼関東財務局金融先物取引所管理官  
 兼金融庁総務企画局審議官(市場担当)

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ

中間論点整理（第一次）

平成 19 年 6 月 13 日

金融審議会 金融分科会

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ

## 目次

### I. はじめに ～目指すべき金融・資本市場の姿～

### II. 検討課題

#### 1. 魅力ある市場の前提

- (1) 多様な商品・サービスの提供を通じた「厚み」のある市場の形成
- (2) 市場参加者の高い自己規律に支えられた市場機能の十全な発揮

#### 2. 制度を含むインフラ

##### (1) 規制環境

- ・ より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）

##### ① 規制プロセス

- ・ プリンシプル／ルール・ベースのアプローチ
- ・ ルールの更なる明確化
- ・ 事業者との対話の促進・対外的な情報発信力の強化
- ・ 規制当局のスキルアップ
- ・ 海外当局との連携の強化
- ・ 自主規制の役割・機能の拡充・強化

##### ② ルールの適用

- ・ 課徴金制度の見直し
- ・ 紛争処理制度の充実

##### ③ 市場制度

- ・ 取引所における取扱商品の多様化
- ・ 海外企業の株式の国内での取引機会の拡大
- ・ ブロに限定した取引の活発化
- ・ グリーンシート市場の改革

##### ④ その他

- ・ 金融商品取引法制の施行とその活用
- ・ 銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方



(2) その他の制度インフラ

- ・ 決済システム
- ・ 個人の資産形成促進スキームの導入
- ・ 税制
- ・ 人材教育

(3) 物理的環境

① 都市インフラ

- ・ 国際金融センターとしての都市インフラの整備

② 交通インフラ

- ・ 国際空港へのアクセスの改善

③ その他

- ・ 人材確保のための生活環境等の整備

3. 各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題

(1) 市場開設者

- ・ 海外企業の我が国市場への誘致のためのプロモーション
- ・ 取引所における取扱商品の多様化
- ・ 自主規制機能の強化

(2) 資金調達者

- ・ 企業財務・法務・会計に関する能力・理解の向上

(3) 個人投資家

- ・ 金融経済教育の一層の充実による金融リテラシーの向上

(4) 機関投資家

- ・ 市場型間接金融を支える柱となる機関投資家の質の向上

(5) 金融仲介者

- ・ 我が国金融機関による金融イノベーションへの取組み
- ・ より高度な金融商品・サービスを提供できる人材の育成・裾野の拡大

(6) 周辺サービス

- ・ 法律・会計サービス等の充実のための人材の育成・裾野の拡大

Ⅲ. おわりに

(以上)

## メンバー名簿

平成19年6月13日現在

|      |       |                            |
|------|-------|----------------------------|
| 座長   | 池尾和人  | 慶應義塾大学経済学部教授               |
| メンバー | 打越俊一  | ㈱大和総研執行役員                  |
|      | 宇波信吾  | みずほ信託銀行経営企画部部長             |
|      | 江原伸好  | 日本プライベートエクイティ協会会長          |
|      | 翁百合   | ㈱日本総合研究所理事                 |
|      | 木南敦   | 京都大学法学部教授                  |
|      | ポールクオ | 国際銀行協会（IBA）会長              |
|      | 國部毅   | ㈱三井住友銀行常務執行役員              |
|      | 柴田拓美  | 野村アセットマネジメント㈱取締役兼執行役社長     |
|      | 島崎憲明  | 住友商事㈱代表取締役副社長執行役員          |
|      | 鈴木武   | トヨタ自動車㈱専務取締役               |
|      | 関哲夫   | 新日本製鐵㈱常任監査役                |
|      | 立岡登興次 | 日本ベンチャーキャピタル協会会長           |
|      | 田中直毅  | 国際公共政策研究センター理事長            |
|      | 植野博   | （社）不動産証券化協会制度委員会委員長        |
|      | 露木繁夫  | 第一生命保険相互会社常務執行役員           |
|      | 飛山康雄  | ㈱東京証券取引所代表取締役専務            |
|      | 根本直子  | スタンダード・&・プアーズ・マージング・ディレクター |
|      | 野村修也  | 中央大学法科大学院教授                |
|      | 藤巻健史  | ㈱フジマキ・ジャパン代表取締役            |
|      | 藤原美喜子 | アドバンスト・ビジネス・デベロップメント㈱代表取締役 |
|      | 淵田康之  | ㈱野村資本市場研究所執行役              |
|      | 増井喜一郎 | 日本証券業協会副会長                 |
|      | 矢野朝水  | 企業年金連合会専務理事                |
|      | 山澤光太郎 | ㈱大阪証券取引所執行役員               |
|      | 若松誠   | ㈱フジテレビジョン報道局次長             |

〔計26名〕

（敬称略・五十音順）

## 開催実績

第1回:1月30日(火)13:30~14:30

事務局説明

第2回:2月16日(金)10:00~12:00

ヒアリング:打越俊一氏(大和総研執行役員)  
淵田康之氏(野村資本市場研究所執行役)  
中前 忠氏(中前国際経済研究所代表)

第3回:3月1日(木)14:30~16:30

事務局説明

ヒアリング:鈴木 武氏(トヨタ自動車専務取締役)  
矢野朝水氏(企業年金連合会専務理事)  
東京証券取引所

第4回:3月6日(火)10:00~12:00

ヒアリング:デレック・モーン氏(KKRアジア会長)  
在日米国商工会議所(ACCJ)  
欧州ビジネス協会(EBC)

第5回:3月13日(火)12:30~14:30

ヒアリング:柴田拓美氏(野村アセットマネジメント取締役執行役社長)  
藤原美喜子氏(アドバンスト・ビジネス・ダイレクション代表取締役)  
三國陽夫氏(三國事務所代表)

第6回:3月23日(金)14:00~16:00

事務局説明

ヒアリング:ポール・クオ氏(国際銀行協会会長)

第7回:3月27日(火)10:00~12:00

事務局説明

ヒアリング:小足一寿氏(住友信託銀行審議役)

第8回:4月11日(水)10:00~12:00

ヒアリング:前田匡史氏(国際協力銀行 資源金融部長)  
事務局説明

第9回:4月17日(火)10:00~12:00

事務局説明

第10回:5月10日(木)16:00~18:00

ヒアリング:インターナショナル・スワップス・アンド・デリバティブス・アソシエーション・インク(ISDA)

(ロバート・ピツケル CEO、森田 智子 東京事務所長)

根本直子氏(スタンダード・アンド・プアーズ マネージングディレクター)

みずほ証券

(高田 創 チーフストラテジスト、柴崎 健 シニアファイナンシャルアナリスト)

第11回:5月16日(水)10:00~12:00

ヒアリング:檀野博氏(不動産証券化協会 制度委員会委員長)

富川秀二氏(三井不動産ソリューションサービス本部 法人ソリューション部長)

第12回:6月1日(金)16:30~19:00

ヒアリング:鹿毛雄二氏(企業年金連合会 常務理事)

証券保管振替機構

(常務取締役 大前 茂氏、社債等振替業務部長 池上 裕司氏)

中島真志氏(麗澤大学教授)

犬飼重仁氏(総合研究開発機構 主席研究員)

第13回:6月7日(木)15:30~17:30

自由討議

第14回:6月13日(水)13:30~15:00

自由討議

(以上)

平成 19 年 6 月 13 日

## 中間論点整理（第一次）

### I. はじめに ～目指すべき金融・資本市場の姿～

- 少子高齢化が進展する中、我が国経済が今後とも持続的に成長するためには、我が国の家計部門が保有する 1,500 兆円の金融資産等を有効に活用するとともに、高い付加価値を生み出す金融サービス業が経済における中核的な役割を果たす必要がある。
- しかしながら、グローバルな市場間競争が一層激化する中で、我が国金融・資本市場の国際的なプレゼンスは低下傾向にあり、このままでは、これらの金融に期待される役割に的確に応えられないのではないかと懸念がある。その背景には、「貯蓄から投資へ」の流れは未だ道半ばであり、経済に対するリスクマネーの供給が必ずしも円滑に行われていないのではないかと、また、国際金融センターにふさわしい人材の厚みや市場慣行といった点で問題がある、との指摘もある。
- したがって、我が国にとって、金融・資本市場の国際競争力を強化することは喫緊の課題であり、そのためには、これまでの金融・資本市場改革の取組みを更に進め、我が国金融・資本市場の裾野を拡大することにより、内外の市場参加者にとって魅力ある市場を構築していかなければならない。この課題は、市場関係者にとどまらない国民的に優先度の高い課題である。
- すなわち、我が国国民は、金融・資本市場の国際競争力の強化により、次に掲げるようなメリットを享受することが可能になると考えられる。
  - (1) 投資家にとっては、多様な金融商品・サービスの提供を通じ、より有利な運用機会が得られることを意味する。とりわけ、高齢化の進展により4人に1人が65歳以上となる時代の到来を間近に控え、フローの勤労所得が見込まれない高齢者にとっては、年金拠出をはじめ、老後に備えて蓄えられたストックの資産が生み出す収益に対する依存度は大きく、我が国金融・資本市場の発展が、国民全体の老後の生活の豊かさにもつながっていくと考えられる。

(2) 資金調達者にとっては、事業の拡大等に必要な外部資金を調達するための環境が改善することにより、更なる成長のチャンスにつながると考えられる。

- 投資リターンの増大と仲介する金融サービス業が生み出す付加価値は、そのものが国民所得の増大につながり、国民全体の豊かさに寄与することになる。のみならず、金融・資本市場の発展は、資源配分機能やガバナンス機能の適切な発揮を通じ、経済活動の効率化や生産性の向上をもたらし企業収益の拡大を引き起こすなど、経済全体にプラスの影響を及ぼすと期待される。
- さらに、このような成長の好循環の中に、海外からの運用資金や、国内に金融資産の蓄積が乏しい外国の企業を取り込むことにより、我が国経済の一層の成長のみならず、世界、とりわけアジアの成長にも貢献することが期待される。
- 以上を踏まえれば、内外の市場参加者にとって安心して利用できる、魅力ある市場を構築するため、市場の活性化・効率化を図るとともに、透明性・公正性を確保するための対応も含め、総合的な取組みが必要である。具体的には、以下に掲げるように、法制度面に限らず、人材、専門サービス、インフラ等多岐に亘る課題について、政府全体として取り組むと同時に、市場関係者においても一体的に取り組む必要がある。

## Ⅱ. 検討課題

### 1. 魅力ある市場の前提

#### (1) 多様な商品・サービスの提供を通じた「厚み」のある市場の形成

- 我が国金融・資本市場が、内外の市場参加者にとって魅力あるものとなるためには、ニーズに応じた様々なリスクとリターンを有する商品・サービスが提供され、かつ、流動性の高い、「厚み」のある市場が形成されることが不可欠である。

こうしたことから、これまで、資金調達にあたり、我が国金融・資本市場へのアクセスが困難であった海外企業や地方を含む国内の中小・新興企業等についても、資金調達環境等を改善し、市場の裾野を拡大することが必要である。

また、我が国金融・資本市場の現状をみると、市場の「厚み」という点について、特にハイイールド債やクレジット関連商品等に関する市場の発達が不十分であるとの指摘があるが、運用・調達の両面において利用者の利便性を向上させるためには、デリバティブを含め、エクイティからデットに至るまで、多様な金融商品・サービスがシームレスに提供される市場が形成されることが重要である。

加えて、「厚み」のある市場の形成のためには、ファンド（プライベートエクイティファンド、ヘッジファンド等）をはじめ、様々なリスク選好を持つ多様なプレイヤーの市場参加が不可欠である。

#### (2) 市場参加者の高い自己規律に支えられた市場機能の十全な発揮

- 国際的にも魅力ある金融・資本市場の構築にあたっては、多様な商品・サービスが提供されることを通じ、市場が有する機能が十全に発揮されることが重要である。

そのためには、市場に対する信頼性を確保し、向上させていく不断の努力が必要であり、法令や自主規制による規律付けに加え、全ての市場参加者に高い自己規律が求められる。

### 2. 制度を含むインフラ

#### (1) 規制環境

- ・ より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）

- 近年、世界の主な国際金融センターの間におけるグローバルな市場間競争が激化しているが、市場の優位性や国際的な競争

力を決定する要因として、とりわけ、規制環境が極めて重要な要素になりつつあるとの認識が一層深まっている。

こうした中で、各国においては、より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）を模索する動きが見られるが、我が国においても、規制当局（レギュレーター）の果たすべき役割として、

- (a) 公正な価格形成を軸とする市場機能の確保や利用者保護の徹底を通じ、金融・資本市場の信頼性を向上させていくことに加え、
- (b) 金融商品・サービスの提供事業者によるイノベーションの促進や、利用者利便の向上に向けて環境整備を図ることにより、我が国金融・資本市場の発展に貢献することが求められている。

したがって、規制当局は、我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるため、民間の活力を活かすような、より良い規制環境の構築に取り組む必要がある。

#### ① 規制プロセス

##### ・ プリンシプル／ルール・ベースのアプローチ

- より良い規制環境の構築に向けた規制のあり方として、ルール・ベース及びプリンシプル・ベースの2つのアプローチがある。

一般に、ルール・ベースのアプローチは、詳細なルールを設定することにより、規制に対する市場参加者の予見可能性を向上させることを眼目とする一方、プリンシプル・ベースのアプローチは、重要な原則を示した上で、これらの原則の遵守を求めることにより、経営の自由度を確保し、市場参加者の自主的な取組みの促進を図ることを眼目とするものと考えられる。

2つのアプローチのいずれに重点を置くかについては、諸外国でも様々な議論が行われているところであり、諸外国の規制の枠組みを見ても、例えば、マーケットをホールセールとリテールに二分し、それぞれに対し、異なるアプローチに軸足を置くものや、ルール・ベースのアプローチを基本としつつ、新たな金融商品や取引手法に対してはプリンシプル・ベースのアプローチで対応しているものなど、その実態は様々である。



この2つのアプローチについては、二者択一という単純な整理は適当ではなく、英国や米国の規制当局での考え方と同様に、両者を相互補完的なものとしてバランスよく運用することが重要である。

・ **ルールの更なる明確化**

- ルールの解釈・適用に関する予見可能性を高めるためには、事業者とのコミュニケーションの一層の促進を図ることが必要である。

また、法令適用事前確認手続（ノーアクションレター制度）については、政府全体の取組みとして対象範囲の拡大や公表内容及び時期についての見直しが検討されているところであるが、それに加えて、金融庁として、受理手続きの改善及び回答期間の短縮化に向けて努力する必要がある。あわせて、同制度の一層の周知徹底を図ることにより、その利用を促すことが重要である。

さらに、事業者等から問い合わせの多い事項については、FAQ（Frequently Asked Questions：一般的な質問及びその回答）の仕組みを活用するなど、ルールの更なる明確化に努めることが期待される。

これらの取組み等により、ルールの解釈・適用についての具体的事例が蓄積されることが重要である。

・ **事業者との対話の促進・対外的な情報発信力の強化**

- 適切な規制環境の構築のためには、個別事案におけるルールの解釈適用に関するものを含め、規制当局と事業者とのコミュニケーションの機会の一層の拡大等を通じ、双方向の対話の促進を図る必要がある。

また、国際的な金融センターを目指す以上、金融関連法令等の英訳の推進や和英両文による報道発表の実施等は不可欠であり、そのためには海外広報部門の抜本的強化をはじめ、規制当局における体制の拡充が必要である。

さらに、我が国金融・資本市場に係る規制環境に対する理解を促進するため、国際会議等の招致に積極的に取り組むとともに、内外のシンポジウム等の場に我が国規制当局からも積極的に参加し、規制のあり方に関する基本的な考え方を説明すべきである。

・ 規制当局のスキルアップ

- 金融技術の高度化や金融取引の国際化の進展に適切に対応していくためには、民間事業者のみならず、規制当局においてもスキルアップを図る必要がある。具体的には、民間事業者との対話や海外規制当局との情報交換・人材交流の促進、研修の高度化、専門性の向上等を通じ、更なるスキルアップに向けた取組みを強化するなど、人事・研修面も含めた取組みにつき、不断の見直しを図っていくべきである。

・ 海外当局との連携の強化

- 金融取引の国際化が進展する中、我が国が国際的な金融・資本市場としての地位を確保するためには、投資家保護等において高品質な規制を達成すべく諸外国との規制の調和に配慮すべきである。

また、クロスボーダー化する市場での不正にも適切に対処できるよう、二国間及び多国間で海外規制当局との情報交換ネットワーク（証券MOU(Memorandum of Understanding: 情報交換取極め)など）を拡大し、協力を深めるべきである。

加えて、金融に関する国際的なルール作りに引き続き積極的に参加するべきである。

・ 自主規制の役割・機能の拡充・強化

- 規制当局による監督や市場監視を補完し、市場の公正性・透明性を確保するためには、自主規制の果たす役割が重要である。とりわけ、自主規制には、自律性、専門性、機動性等の面において、法令に基づく規律付けを補完するメリットが期待されるところである。

今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、金融商品取引業が多様な者によって担われることが予想される中で、横断的で隙間のない利用者保護の徹底という金融商品取引法制の趣旨を自主規制のレベルでも効果的に実現する必要がある。自主規制の範囲、役割、及び機能の拡充・強化が重要である。また、そのためには、自主規制機関の体制強化が必要である。

こうした観点から、現在、各業界で行われている自主規制機関のあり方を巡る議論の更なる進展が求められる。その際、自主規制機関同士の連携を更に強化していくことが期待される。

② ルールの適用

・ 課徴金制度の見直し

- 市場における規制の実効性を確保し、違反行為を抑止する手段として、平成17年証券取引法改正において、課徴金制度が導入されたところである。

制度導入以来、課徴金納付命令勧告件数も、平成19年5月末現在、インサイダー取引に係るものが16件、開示書類の虚偽記載に係るものが4件、合計20件にのぼっており、課徴金制度のエンフォースメント手段としての有効性に対する認識も高まってきていると考えられる。

今後、市場の公正性・透明性の一層の向上を図り、より実効的な抑止効果をもたらす観点から、これまでの実施状況も踏まえ、課徴金制度のあり方について、その対象範囲や課徴金額の水準も含め、見直す必要がある。

具体的には、内閣府の独占禁止法基本問題懇談会において現在進められている見直しの検討結果も踏まえ、今後、法制面での専門的な検討を進め、おおむね平成19年内を目途に結論を得るべきである。

・ 紛争処理制度の充実

- ルールの実効性を確保するためには、紛争処理のための簡便かつ迅速な手続き等を通じ、事後的なルールの蓄積を図ることが必要である。

このため、判例等の積重ねを通じたルールの明確化や法律の適用に関する予測可能性の向上の観点から、金融・証券・商事に関する専門的な高等裁判所制度の創設やADR (Alternative Dispute Resolution: 裁判外紛争処理手続) の充実に向けて検討する必要がある。

③ 市場制度

・ 取引所における取扱商品の多様化

- 「厚み」のある市場を形成し、我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるためには、海外取引所で上場されているような多様な商品が我が国でも取り扱われることにより、利用者の利便性が向上することが重要であり、投資家保護の観点等に留意しつつ、ETF (Exchange Traded Funds: 上場投資信託) の範囲の拡大等、取扱商品の多様化に向けた制度整備について、今後、検討する必要がある。

・ 海外企業の株式の国内での取引機会の拡大

- 一 海外企業の株式を国内で取引する場合、現在は、直接当該企業の株式を上場させるか、ADR (American Depositary Receipt: 米国預託証券) 等の形態で 상장させることとなる。

国内での取引機会を更に拡大するためには、これらの活用に加え、JDR (Japanese Depositary Receipt: 日本型預託証券) の利用も考えられるが、JDRについては、その発行根拠が不明確であり、投資家保護の枠組みがなかったことから、これまで利用実績がなかったところである。

今般、信託法の施行により、私法上の取扱いが明確化されたことから、今後、JDRを利用した取引を促進させるため、JDRに係る規制上の取扱いについても、政府令等において、早急に明確化する必要がある。

・ プロに限定した取引の活発化

- 一 海外企業や国内の非上場の新興企業等に対し、我が国市場における資金調達を機会を拡大することは、これらの企業に成長資金を提供するとともに、資金を運用する投資家にとっても収益機会の拡大につながり、結果として、我が国金融・資本市場の「厚み」を増すこととなると考えられる。

また、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、ホールセール市場での自由度を拡大し、機関投資家等の市場参加者間の競争を通じ、金融イノベーションを促進することが重要である。他方、個人を中心とする我が国の一般投資家が直接参加するリテール市場においては、安心して市場で取引できる必要があることから、法定の情報開示等による投資家保護の枠組みが維持されるべきである。

今般の金融商品取引法制的な本格的な施行により、投資家の属性に応じた規制体系の柔構造化が図られ、プロ投資家向けの販売・勧誘については、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用が大幅に緩和されることとなる。また、併せて、適格機関投資家について、事業会社に係る有価証券の投資額基準を引き下げるとともに、その他の法人、個人についても適格機関投資家となる道を開くなど、その範囲が大幅に拡大されることとなる。

これらの制度整備をベースとして、ハイリスク商品等の取引を含め、ホールセール市場における、プロに限定した取引

を一層活発化させていくための方策について検討を行っていくことが重要である。その際、市場関係者のニーズ等も踏まえつつ、講ずべき方策があれば、その実現に向けて適切に対応していくべきである。

・ **グリーンシート市場の改革**

- ー 現在、非上場の株式の取引の場として、日本証券業協会が運営するグリーンシート市場が存在するが、取扱銘柄及び売買高は、徐々に増加しているものの、米国のピンクシート市場と比べれば、流動性に欠け、未だ不十分な規模にとどまっている。

したがって、上場銘柄以外の金融商品の取引の場を確保し、市場の裾野を広げることにより、リスクに応じた市場の資源配分機能等を一層向上させることが求められている。

とりわけ、非上場株のうち、上場廃止銘柄の上場廃止後の取引の場を確保することは、株主保護や上場廃止企業の再チャレンジの観点から重要な課題である。

このため、グリーンシート市場の中で、上場廃止企業の受け皿的な役割を果たすフェニックス区分のあり方等について、日本証券業協会を中心に市場関係者において、その改善に向けた検討を進め、平成19年中に所要の制度整備を行うことが必要である。

④ その他

・ **金融商品取引法制の施行とその活用**

- ー 今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、一般投資家の保護と金融イノベーションの促進の両立を可能とする法整備が進み、法制度面では欧米の証券市場法制と比べても遜色のない枠組みが整備されることとなる。

具体的には、従来多岐にわたっていた縦割りの業規制が原則として登録制の金融商品取引業に一本化されるほか、プロ投資家向けファンドに対しては届出制とするなど、国際性の観点に対応した措置が講じられている。これらにより、多様な参加者の参入が促進され、利用者へ提供するサービスの多様化や、リスクマネーの提供者の多様化につながる事が期待される。

以上を踏まえれば、金融商品取引法制は、我が国金融・資本市場の国際競争力の強化に向けた重要な基盤としても位置

づけられるものであり、その適切かつ円滑な施行が重要である。

こうした観点から、現在、金融商品取引業者等に対する監督指針及び検査マニュアルの改正が行われているところであり、これらに基づく適切な監督及び検査・監視を通じて、金融商品取引法制の適切な運用を図っていくべきである。

・ 銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方

- 一 銀行・証券に係るファイアーウォール規制（弊害防止措置）については、平成5年の金融制度改革において業態別子会社方式による相互参入が解禁された際に、利益相反の防止や優越的地位の濫用の防止等の観点から設けられたものであるが、その後、実態を踏まえ、累次にわたる規制緩和が行われてきたところである。

しかしながら、現行のファイアーウォール規制は、金融グループとしての業務展開に当たり、顧客に関する非公開情報の授受等を原則的に禁止していることから、以下に掲げるような指摘がある。

- 金融グループとして利用者に総合的なサービスを提供するための金融イノベーションを阻害している。
- 金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害となっている。
- 特に海外金融機関にとっては、規制対応のための体制整備に伴う管理コストが増加している。

他方、現行のファイアーウォール規制の根拠とされている利益相反や優越的地位の濫用の可能性は今日においてもなお重要な論点であるほか、我が国において銀行は依然として支配的な地位にあり、経済に与える影響が大きいことや、金融グループ内の情報共有に対する利用者の懸念等も考慮に入れる必要があるのではないかの指摘もあった。

したがって、銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方については、利用者利便の向上や金融機関の適切かつ効率的な業務運営の確保等の観点とともに、利益相反や優越的地位の濫用の防止の観点も踏まえ、必要十分なものとなるよう、今後、金融審議会の場合において、早急に検討を開始すべきである。

- なお、上記で指摘された利益相反等の弊害は、銀行・証券間のみに生じる問題ではなく、例えば、証券会社（グループ）内の部門間、又は同一金融グループ内の銀行・証券間以外の会社の間でも同様に生じる問題である。こうしたことから、銀行・証券間に限らず、広く金融グループにおける利益相反防止のための実効性ある方策等についても検討すべきである。

また、金融サービスの高度化・多様化に伴い、新たな金融関連業務へのニーズが高まっていることに鑑み、金融グループに対する業務範囲規制等のあり方についても、規制の趣旨や業務の特性等を踏まえ、今後、検討する必要がある。

## (2) その他の制度インフラ

### ・ 決済システム

- 決済システムは、金融・資本市場を支える重要なインフラであり、その安全性、効率性及び利便性等の高さは、金融・資本市場の国際的な競争力を左右する極めて重要な要素の一つである。

現在、決済システムについては、資金決済における日銀ネットの次世代RTGS（Real Time Gross Settlement：即時グロス決済）化や、証券決済における株券等のペーパーレス化等、その改善に向けた取組みが進められているが、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、情報通信技術の高度化、金融・資本取引のクロスボーダー化等の流れに対応し、決済システムの安全性、効率性及び利便性をより一層向上させることが重要である。

今後、決済システムの強化に向け、関係者が主体的かつ積極的に取り組んでいくことが期待されるとともに、決済システムに関する様々な論点につき、引き続き幅広い観点から専門的な検討を進めていく必要がある。

### ・ 個人の資産形成促進スキームの導入

- 「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速させるためには、市場に参加する個人投資家の裾野を拡大していく必要がある。

高齢化社会の進展を踏まえ、国民が、老後に向けてより豊かな蓄えを確保することができるよう、米国のIRA（Individual Retirement Account：個人退職勘定）、英国のISA（Individual Savings Account：個人貯蓄口座）等の個人の資産形成を促進するスキームも参考にしつつ、日本版401k（確定拠出年金）

制度の拡充等について、拠出のあり方や税制を含め、検討する必要がある。

・ 税制

- 投資に対する収益率については、税引後の最終的な収益率で見ることが当然であるように、金融商品・サービスとそれらに対する課税のあり方は、密接不可分のものである。

「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速させるためには、金融・証券税制の果たす役割も重要であり、そのためには、市場中心の金融システムに再構築していくという改革の基本的な方向性と整合的な形となるよう、法人・個人の各段階を通じた税負担について、税制が市場に与える歪みを少なくする方向で、金融・証券税制のあり方を議論していく必要がある。

- 我が国へ投資を行う市場参加者の中に、税負担を回避する目的で近隣の国際金融センターを拠点として活動を行う動きが見られる中で、我が国金融・資本市場の国際競争力を強化するとともに、相応の雇用と税収を確保するためには、金融・証券税制のみならず、我が国税体系全体のあり方についても、今後、議論していく必要がある。

・ 人材教育

- 我が国金融・資本市場の国際競争力の強化のためには、ロンドン、ニューヨーク等の他の国際金融センターの例を見るまでもなく、専門性の高い人材の存在が、最も基本的かつ重要な要素であると考えられる。

そのためには、金融・資本市場に参加する各プレイヤーが個々に人材の育成・裾野の拡大に取り組むだけでなく、教育システムや企業等における人事・研修システムのあり方についても見直す必要があり、今後、大学、企業、政府等の関係者が一体となった取組みを進めていく必要がある。

また、国際金融センターとして、非英語圏である我が国は、例えば香港やシンガポールといった他の国際金融センターと比べ、英語で対応できる人材の厚みといった点で相対的に不利な地位に置かれていることは否定できず、金融や周辺サービスに係る専門性に加え、英語対応のための語学力の向上を広く図っていくことも教育面の課題として重要である。



(3) 物理的環境

① 都市インフラ

・ 国際金融センターとしての都市インフラの整備

- 国際金融センターとしての都市機能を向上させるためには、金融機関のみならず法務・会計等の周辺専門サービスも含めた様々な市場参加者の集積を促進し、内外のプレイヤーが安全・快適に活動できる都市環境の整備に積極的に取り組む必要がある。

そのためには、金融行政と都市再生施策の連携により、民と官一体となった取組みを推進することが重要であり、そうした観点から、都市再生本部と連携し、都市再生プロジェクトの推進に向けて取り組む必要がある。

また、民間関係者においても自ら主体的に取り組むことが期待される。

② 交通インフラ

・ 国際空港へのアクセスの改善

- 我が国の国際金融センターとしての機能を向上させるためには、他の国際金融センターやアジア主要都市へ容易にアクセスできることが必要である。

そのためには、国際空港から都心までの移動時間の短縮等により、国際空港へのアクセスを改善するとともに、我が国と他の国際金融センターやアジア主要都市との間の航空路線の利便性を向上させることが重要である。

③ その他

・ 人材確保のための生活環境等の整備

- 我が国金融・資本市場の国際競争力の強化のためには、我が国市場で活躍するプレイヤーとして、国籍を問わず優秀な人材を確保する必要がある。そのためには、外国人にとっても教育、医療等様々な面で生活しやすい環境を整備することが重要である。

この点については、都市再生プロジェクトを推進する中で取り組んでいく必要がある。

### 3. 各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題

#### (1) 市場開設者

- ・ 海外企業の我が国市場への誘致のためのプロモーション

- 我が国金融・資本市場の国際的なプレゼンスを高めるためには、海外企業による我が国資本市場での資金調達を促進する必要がある。特に、1991年当時は127社上場していた東証外国株市場が現在25社に減少していることを踏まえれば、取引所への海外企業の上場については、本国市場への回帰を招きやすい海外の取引所との重複上場に依存するだけではなく、我が国取引所への単独上場を推進することも重要である。

このため、取引所をはじめとする関係者において、海外企業の上場を誘致・促進するための積極的なプロモーション活動の実施が期待される。

- ・ 取引所における取扱商品の多様化

- 我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるためには、取引所において多様な商品が取り扱われることにより、利用者の利便性が向上することが重要であり、投資家保護の観点に留意しつつ、市場参加者のニーズを踏まえた各取引所による積極的な取組みが期待される。

- ・ 自主規制機能の強化

- 内外の投資家が安心して取引できる市場を構築するためには、公開会社のガバナンスの向上も重要な課題である。このため、東京証券取引所の「上場制度総合整備プログラム2007」において掲げられた「企業行動規範」の早期の制定をはじめ、各取引所の自主的な取組みが期待される。

また、取引所の自主規制機能の実効性を確保するためには、取引所自身による制裁金等のサンクションの手段の多様化とともに、それらの措置の実施にあたっての適正手続の確保を通じた態勢の強化が必要であり、取引所等の関係者における検討を踏まえ、適切な対応がとられることを期待する。

#### (2) 資金調達者

- ・ 企業財務・法務・会計に関する能力・理解の向上

- 外部資金の導入により更なる成長を目指す資金調達者にとっては、資本市場へのアクセスにより、資金調達機会の拡大が期

待されるが、そうした市場を利用するためには、資金調達者自らが、コーポレートガバナンスの向上や内部統制の整備を図り、内外の投資家に対する説明責任を果たすとともに、投資家の期待するリターンの実現に努めていくことが重要である。

金融商品取引法制の施行により、財務報告に係る内部統制報告制度が導入されるが、これに加え、資金調達者サイドにおいては、企業財務・法務・会計に関する能力を向上させ、適切な理解に基づく資金調達を促進する必要があり、関係者の主体的な取組みが期待される。

### (3) 個人投資家

#### ・ 金融経済教育の一層の充実による金融リテラシーの向上

- 厚みのある市場を構築するためには、市場の裾野を支える個人投資家の存在が重要であるが、個人投資家の市場への参加を促進するためには、適切な投資判断に資するよう、金融経済教育を一層充実させることにより、金融リテラシー（基礎知識・活用能力）の向上を図る必要がある。

このため、金融庁、金融広報中央委員会をはじめとする関係者において、個人投資家向けの金融経済教育の場の充実等、更なる取組みを推進することが期待される。

### (4) 機関投資家

#### ・ 市場型間接金融を支える柱となる機関投資家の質の向上

- 我が国金融システムを、市場機能を中核とする金融システムに再構築するにあたっては、「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速し、国民の市場への幅広い参加を促進していく必要がある。この流れを確かなものとするためには、機関投資家を通じて間接的に市場に参加する、いわゆる市場型間接金融の果たす役割が重要である。

この市場型間接金融においては、年金、投資信託、保険等の機関投資家が、情報収集やリスク管理に係る専門的な能力を発揮しつつ、受益者である年金加入者、一般投資家、保険契約者の利益の最大化に努め、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）（注）を果たすことが必要不可欠である。

しかしながら、我が国金融・資本市場における機関投資家の実態を見ると、諸外国と比べ、運用対象の多様化や、議決権行使等を通じたガバナンスの発揮が未だ十分に進んでおらず、年金加入者、一般投資家、保険契約者に対するフィデューシャリ

ー・デューティーが十分に果たされていないのではないかと指摘がある。

また、機関投資家が市場で運用する資産に係る投資収益率も、必ずしも年金加入者等の期待に応える水準に達していないとの指摘もある。

このため、公的年金の資金運用のあり方等については、金融・資本市場の活性化の観点からの議論や年金制度そのもののあり方に関する議論を含め、様々な議論が当スタディグループでも行われた。この議論において、公的年金を含む年金、投資信託、保険等の機関投資家が市場で運用を行うにあたっては、オルタナティブ投資（代替投資）をはじめ、運用対象・手法の多様化などを通じて競い合い、受益者の期待に応えていくことが求められており、その促進のための具体的な施策の早期の実施が必要であるという点が一致して強調された。

また、機関投資家においては、ファンドマネージャーに係る人事・報酬体系の見直し等により、リスクテイク・運用技術力の向上を図ると同時に、受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを一層十分に果たしていくことが期待される。

(注) ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary、すなわち他者の信託を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary（受託者）が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty（フィデューシャリー・デューティー）として広く捉えている。なお、フィデューシャリー・デューティーの具体的な内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務等が挙げられる。

#### (5) 金融仲介者

##### ・ 我が国金融機関による金融イノベーションへの取組み

ー 我が国金融・資本市場の国際的な魅力の向上のためには、我が国をマザーマーケットとする金融機関の競争力の強化により、金融・資本市場における競争を促進し、利用者保護を図るとともに、利用者利便を向上させることが重要である。

そのためには、各金融機関が、自らの経営判断に基づき、創意工夫を発揮し、金融イノベーションに取り組んでいくことが

必要である。あわせて、分散投資を図る等のリスク管理の徹底が求められる。

この点からは、内部の人材の有効活用をはじめとする諸課題につき、企業文化、勤務環境、勤務形態、人事、報酬等に関し、各金融機関のマネジメントレベルにおける積極的な取組みが望まれる。

・ より高度な金融商品・サービスを提供できる人材の育成・裾野の拡大

- 一 我が国の金融機関の多くが、より高度な金融商品・サービスの提供という点で、外資系金融機関の後塵を拝している理由として、高度な専門性を有する人材が不足しているとの指摘がある。

利用者のニーズに対応し、多様かつ高度な金融サービス・商品の提供を促進するためには、金融の専門知識やスキルを持った人材を育成・強化し、その厚みを増していくことが重要であり、民間事業者における主体的な取組みが期待される。

(6) 周辺サービス

・ 法律・会計サービス等の充実のための人材の育成・裾野の拡大

- 一 高度かつ国際的な金融商品・サービスの提供・利用のためには、金融・国際取引等に精通した法律、会計専門家等周辺サービスに従事する人材を育成・強化し、その厚みを増していくことが重要である。

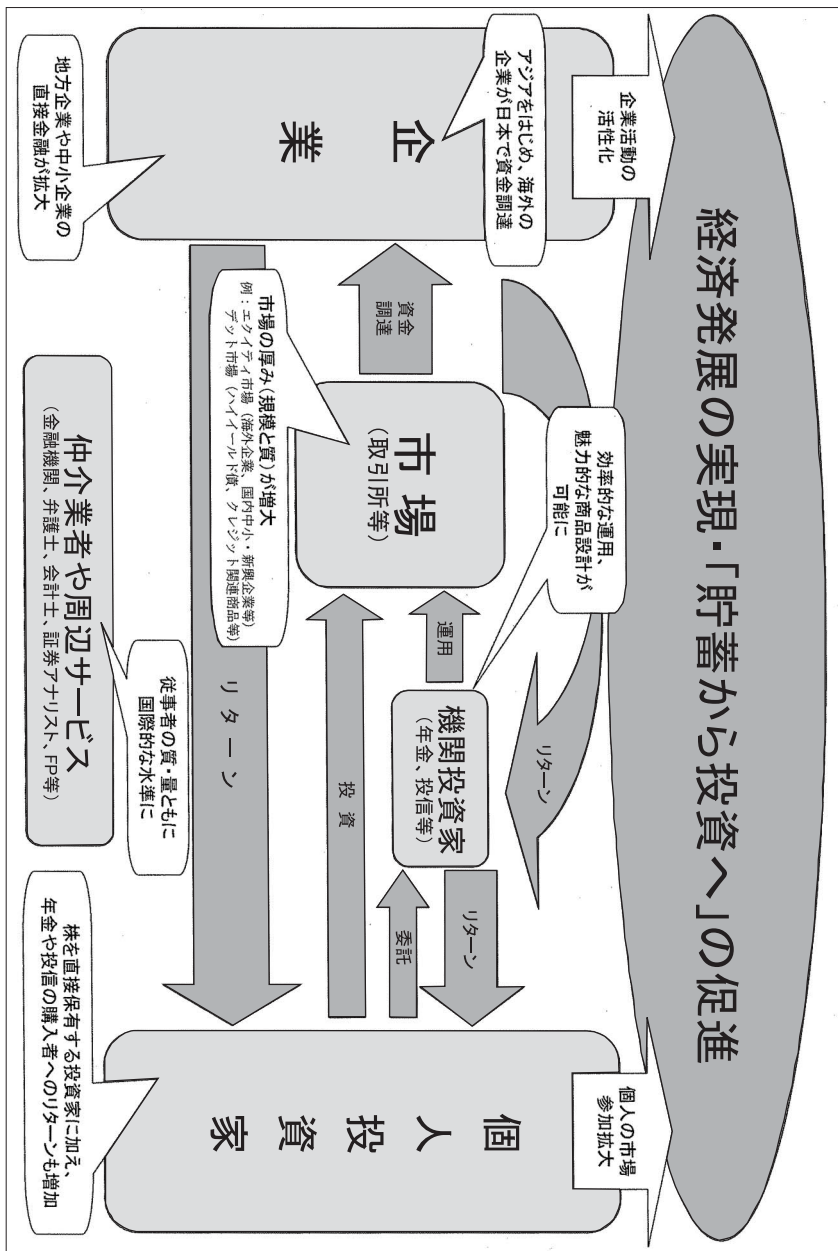
具体的には、金融関係のビジネススクールやロースクール、会計専門職大学院等における高等教育の充実等に向け、関係者の取組みが期待される。

また、金融商品取引の法令遵守の担い手となる専門家の育成等に向けた体制・資格制度等の整備も今後検討されるべき課題である。

Ⅲ. おわりに

- 今回、当スタディグループが論点として指摘した検討課題の中には、規制当局をはじめ政府として取り組むべきもの、民間の自主的かつ積極的な取組みに委ねられるべきものなど様々な主体による取組みが含まれているが、全ての関係者が、自らの課題に真摯に取り組んでいくことが期待される。
- これらの課題を実現するためには、実効性ある推進体制を構築する必要がある。こうしたことから、金融・資本市場改革に関する幅広い課題を、例えば、「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」という包括的なパッケージとして、内閣の重要課題と位置づけ、それぞれの課題の優先順位、実施時期の目標等を可能な限り明確にし、できるものからスピード感をもって取り組むべきである。
- 特に制度的な対応が必要となる課題については、今後、金融審議会 で整理した上で、適切な場において、法制面等を含め更に検討を深められたい。
- なお、このような取組みを進めるに当たっては、国民の広範な支持が不可欠であり、金融・資本市場の国際競争力の強化の必要性やそれが国民生活に与えるメリットについて、政府をはじめ関係者が国民の理解を得るべく積極的な情報発信の強化に努めることが必要である。
- 我が国金融・資本市場の国際化は一朝一夕に実現するものではなく、改革の諸施策の効果を検証しつつ、金融経済情勢の変化や利用者のニーズを踏まえ、不断の取組みを進めていくことが必要である。当スタディグループでは、今後、これらの取組みの進捗状況を注視していくとともに、国際化に向けた更なる課題も含め、引き続き、議論を深めていくこととしたい。

（以上）



# 我が国金融・資本市場の国際競争力強化に向けて

## 主な検討課題

| 市場制度(プレイングフィールド)                                                                                                                                     | 市場監視機能(アンパイア)                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融商品取引法の適切かつ円滑な施行<br/>(金融イノベーションの促進と利用者保護の両立)</li> <li>・取引所の取扱商品の多様化</li> <li>・海外企業株式の国内での取引機会の拡大</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・課徴金制度の見直し</li> <li>・証券取引等監視委員会の体制強化</li> <li>・予見可能性の高い規制環境の構築<br/>(ノーアクションレター制度の改善等)</li> </ul> |
| 市場参加者(プレーヤー)                                                                                                                                         | インフラ                                                                                                                                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際的に通用する金融・法務・会計等の専門人材の育成・集積</li> <li>・銀行・証券間のファイアーウォール規制の見直し</li> </ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際金融センターとしての都市インフラの整備<br/>⇒都市再生本部との連携強化</li> </ul>                                              |

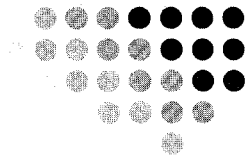
## 「金融・資本市場競争力強化プラン(仮称)」の策定

平成19年年内を目途に取りまとめ、政府一体となって推進。



# 我が国金融・資本市場の 国際化について (参考資料)

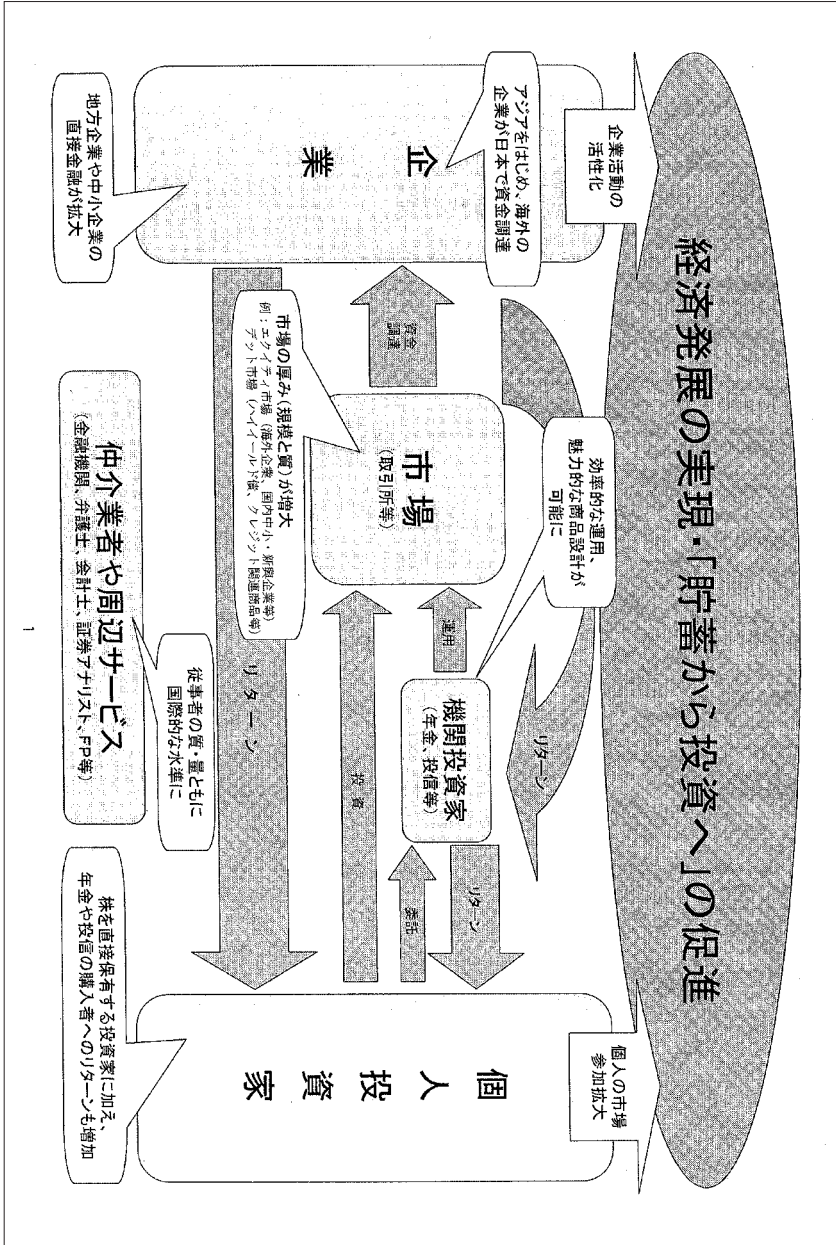
平成19年7月4日 (水)



## 目次

### (参考資料)

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| ・ 経済発展の実現・「貯蓄から投資へ」の促進           | 1  |
| ・ 我が国金融・資本市場の国際競争力強化に向けて         | 2  |
| ・ 部門別の貯蓄投資差額の推移（日本）              | 3  |
| ・ 企業の資金調達状況                      | 4  |
| ・ 日米の公社債発行残高構成比                  | 5  |
| ・ 国際的な資金循環                       | 6  |
| ・ 各国の対外投資収益率                     | 7  |
| ・ 各国の対外資産負債残高（証券投資）の推移           | 8  |
| ・ 日米の公的年金基金のアセットアロケーション          | 9  |
| ・ 運用実績の比較                        | 10 |
| ・ 各国取引所の市場規模の状況                  | 11 |
| ・ 主要取引所、アジア市場における上場企業の時価総額比較（実額） | 12 |
| ・ 世界の取引所の上場企業時価総額比較              | 13 |
| ・ 主要取引所及びアジア市場における上場企業数          | 14 |
| ・ 各国取引所上場企業の国籍別内訳                | 15 |
| ・ 英国の経済成長に対する金融業の貢献              | 16 |
| ・ GDPに占める金融セクターの割合               | 17 |



# 我が国金融・資本市場の国際競争力強化に向けて

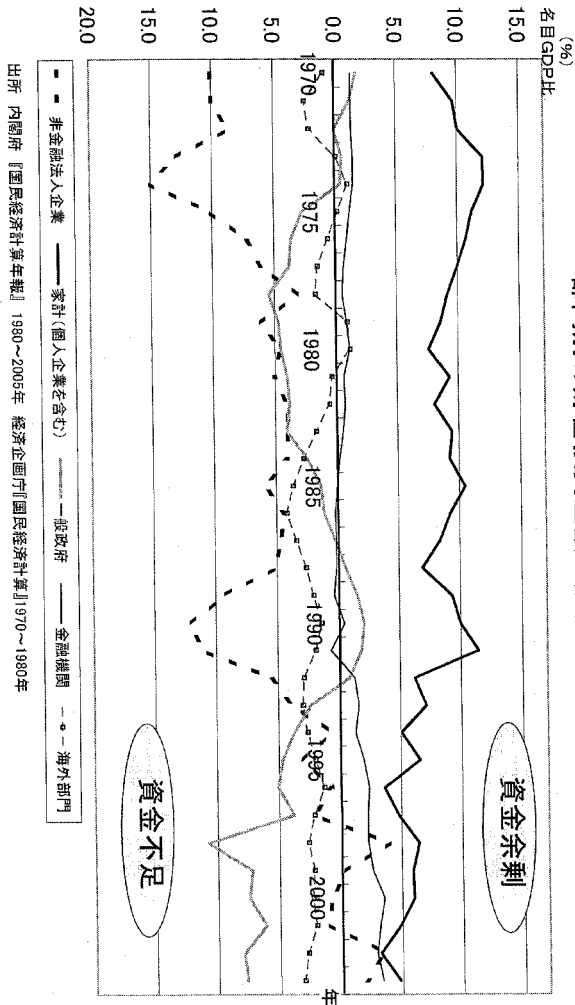
## 主な検討課題

|                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>市場制度(グレイイングフィールド)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融商品取引法の適切かつ円滑な施行<br/>(金融イノベーションの促進と利用者保護の両立)</li> <li>・取引所の取扱商品の多様化</li> <li>・海外企業株式の国内での取引機会の拡大</li> </ul> | <b>市場監視機能(アンパイア)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・課徴金制度の見直し</li> <li>・証券取引等監視委員会の体制強化</li> <li>・予見可能性の高い規制環境の構築<br/>(ノーアクシジョンレター制度の改善等)</li> </ul> |
| <b>市場参加者(プレーヤー)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際的に通用する金融・法務・会計等の専門人材の育成・集積</li> <li>・銀行・証券間のフアイアウォール規制の見直し</li> </ul>                                           | <b>インフラ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際金融センターとしての都市インフラの整備<br/>⇒都市再生本部との連携強化</li> </ul>                                                        |

## 「金融・資本市場競争力強化プラン(仮称)」の策定

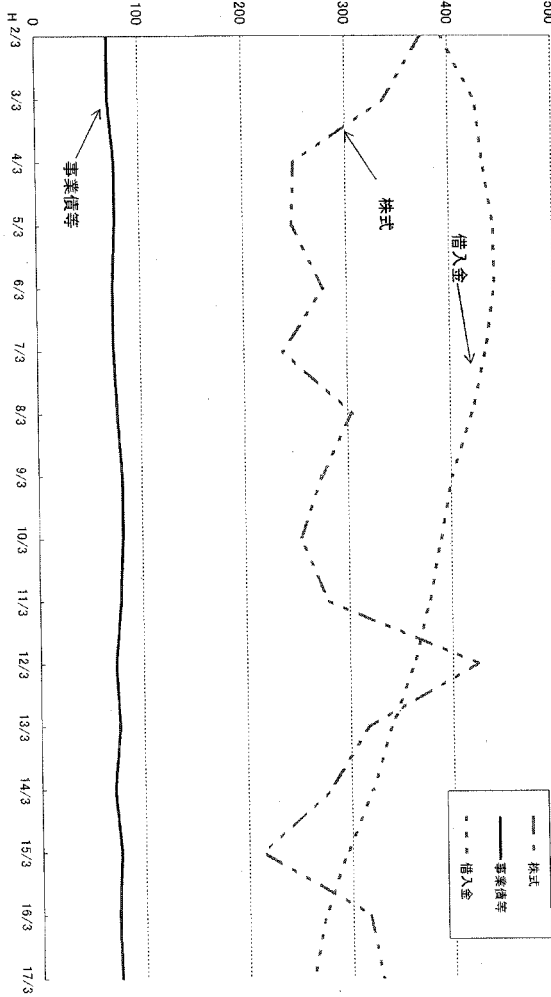
平成19年内を用途に取りまとめ、政府一体となって推進。

部門別の貯蓄投資差額の推移（日本）



(兆円)

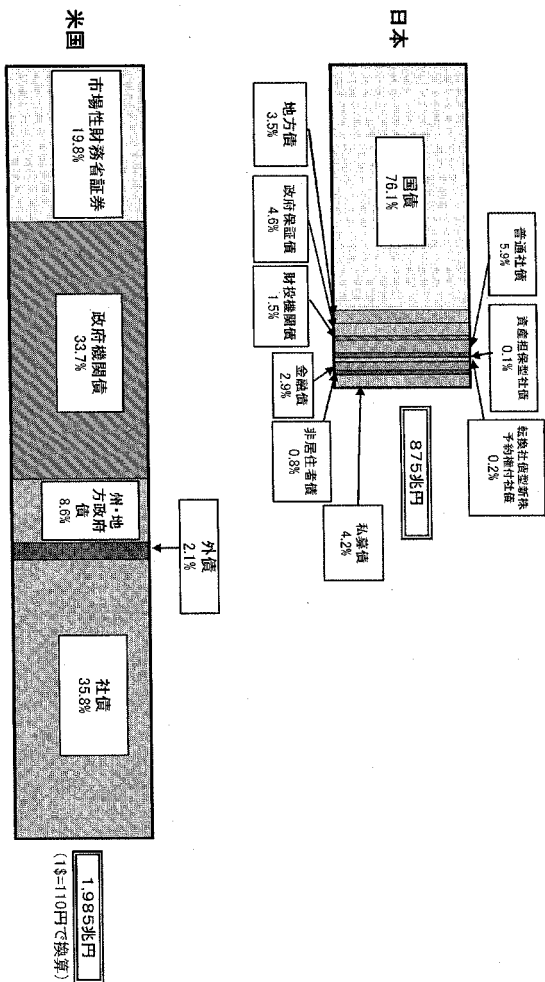
# 企業の資金調達状況



(資料) 日本銀行「資金循環統計」金融資産・負債残高集(平成18年3月24日公表版)

- (注) 1. 株式会社「非金融法人企業」における「株式」出資金のうち株式の金融負債残高  
 2. 事業債等「非金融法人企業」における「事業債」「居住者銀行外債」「CP」の金融負債残高の合計  
 3. 借入金「非金融法人企業」における「民間金融機関貸出」のうち「企業・政府等向け」の金融負債残高

# 日米の公社債発行残高構成比

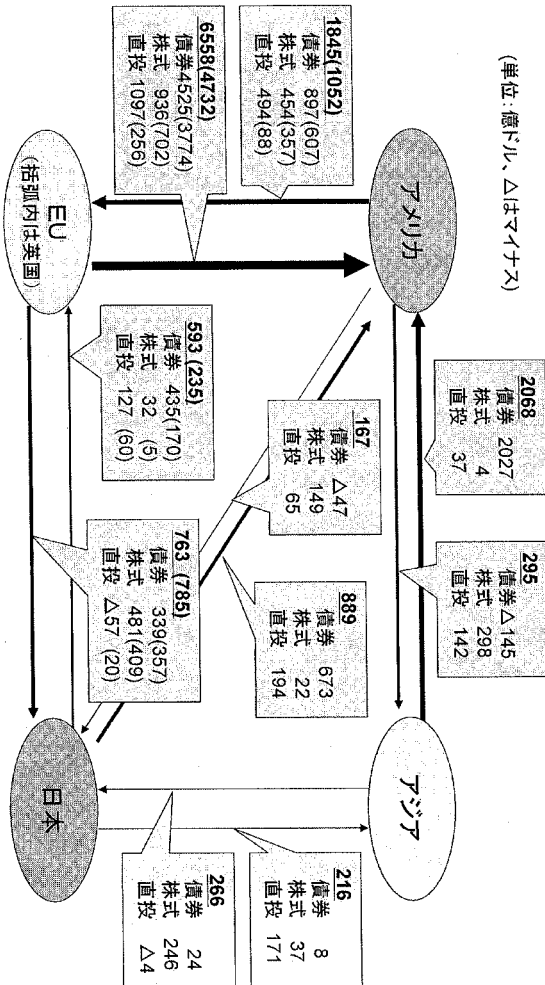


(注1) 日本の数値は2006年3月末のもの。国債は承継国債、交付国債、出資国債を含まない。地方債、政府保証債は公募のみ。私募債は私募特別債、私募社債の合計額。

(注2) 米国の数値は2003年末のもの。非市場性財務省証券を除く。政府機関債には政府機関発行のモーニング・グループ証券を含む。  
(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」J、野村総合研究所「2004年版公社債要覧」

## 国際的な資金循環(日米欧アジアの投資の動き—2005.10～2006.9—)

(単位: 億ドル, △はマイナス)



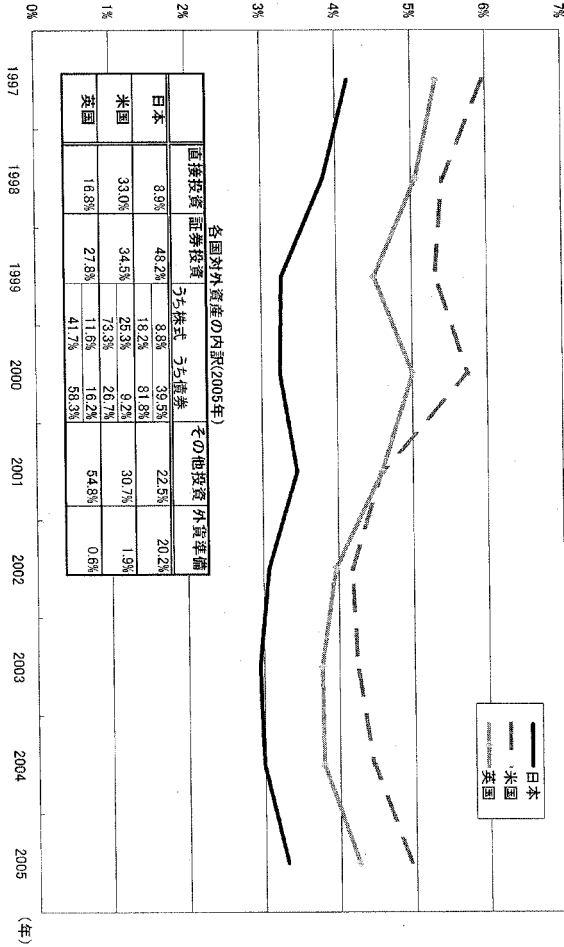
(出所) 財務省『国際収支統計』、米国財務省『Capital Movements』、米国商務省『International Transactions』

(注1) アジアの内訳は、中国(香港を含む)、台湾、インド、インドネシア、韓国、ロシア、フィリピン、シンガポール、タイの10地域。

(注2) EUは2006年末時点の加盟国25カ国(2007年1月1日に加盟したブルガリア、ルーマニアは含まず。)

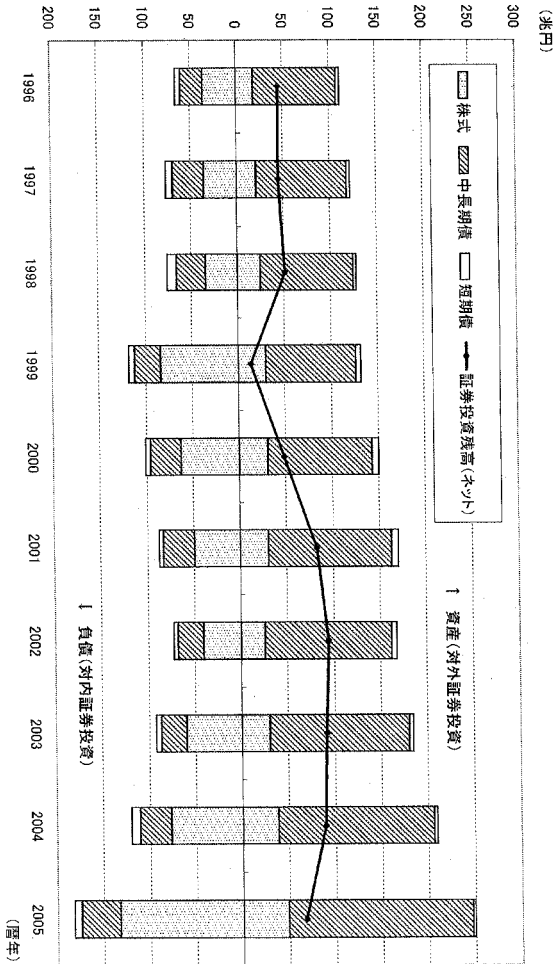


各国の対外投資収益率



(注)対外投資収益率は、(各年の対外資産残高十前年の対外資産残高)／2に対する各年の投資収益(受取)の割合として算出。

# 対外資産負債残高(証券投資)の推移



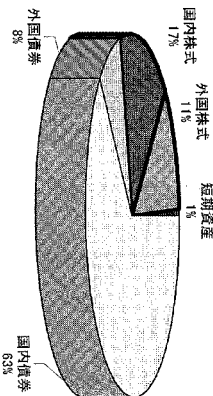
# 日米の公的年金基金のアセットアロケーション

年金積立金管理運用独立行政法人

カルベース

【2006年度第3四半期末】

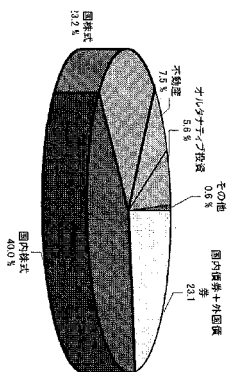
【2006年12月末】



運用額: 111.5兆円  
(うち財投資29.6兆円)

役員員数: 81人

(2006年4月1日時点)



運用額: 27.4兆円

役員員数: 1,924人

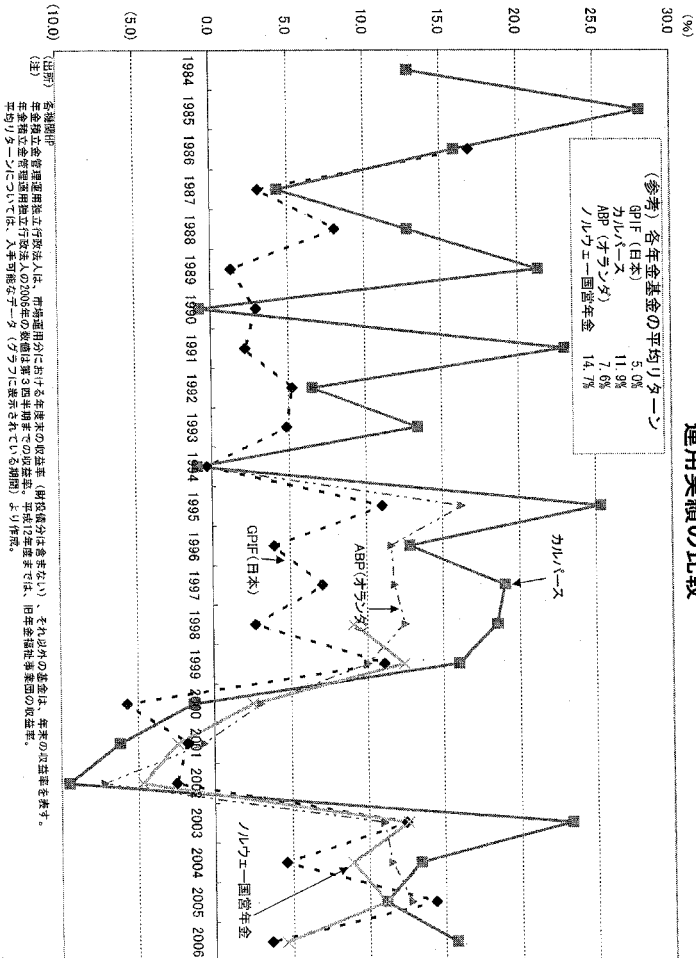
(2006年7月1日時点)

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人HP、カルベースHP

(注) 市場運用分の資産構成割合を示す。

カルベース2006年の運用額については、1ドル＝119円で換算。

# 運用実績の比較



## 各国取引所の市場規模の状況

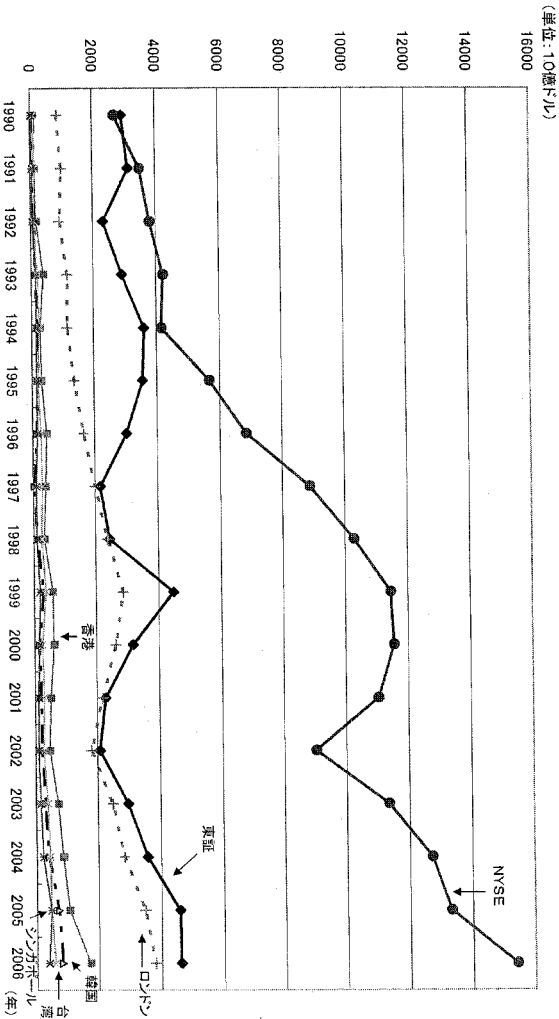
2006年12月時点

|                        | 東証    | NYSE   | ロンドン  | ドイツ   | エーモタスト |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 上場企業時価総額<br>(単位:10億ドル) | 4,614 | 15,421 | 3,794 | 1,638 | 3,708  |
| 売買代金<br>(単位:10億ドル)     | 440   | 1,645  | 653   | 205   | 304    |
| 上場会社数<br>(単位:社)        | 2,416 | 2,281  | 3,256 | 760   | 1,210  |

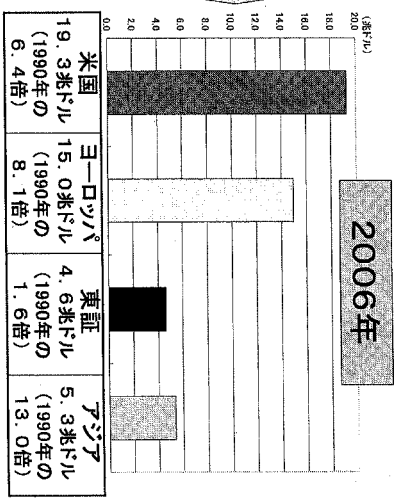
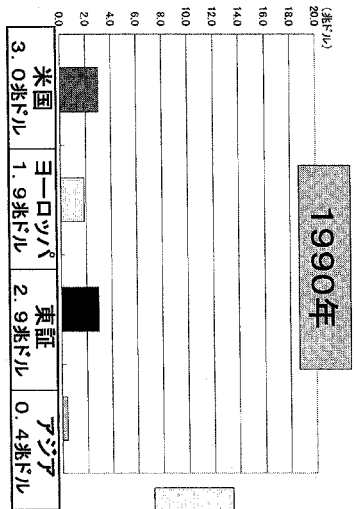
|                        | 香港    | 上海  | 韓国    | シンガポール | ボンベイ  | オーストラリア |
|------------------------|-------|-----|-------|--------|-------|---------|
| 上場企業時価総額<br>(単位:10億ドル) | 1,715 | 918 | 834   | 384    | 819   | 1,096   |
| 売買代金<br>(単位:10億ドル)     | 90    | 134 | 95    | 16     | 19    | 72      |
| 上場会社数<br>(単位:社)        | 1,173 | 842 | 1,689 | 708    | 4,796 | 1,829   |

(注) 各国取引所の時価総額のデータは、国内上場会社の時価総額の合計  
 (出所) World Federation of Exchanges のWebサイト (<http://www.world-exchanges.org>)

# 主要取引所、アジア市場における上場企業の時価総額比較(実額)

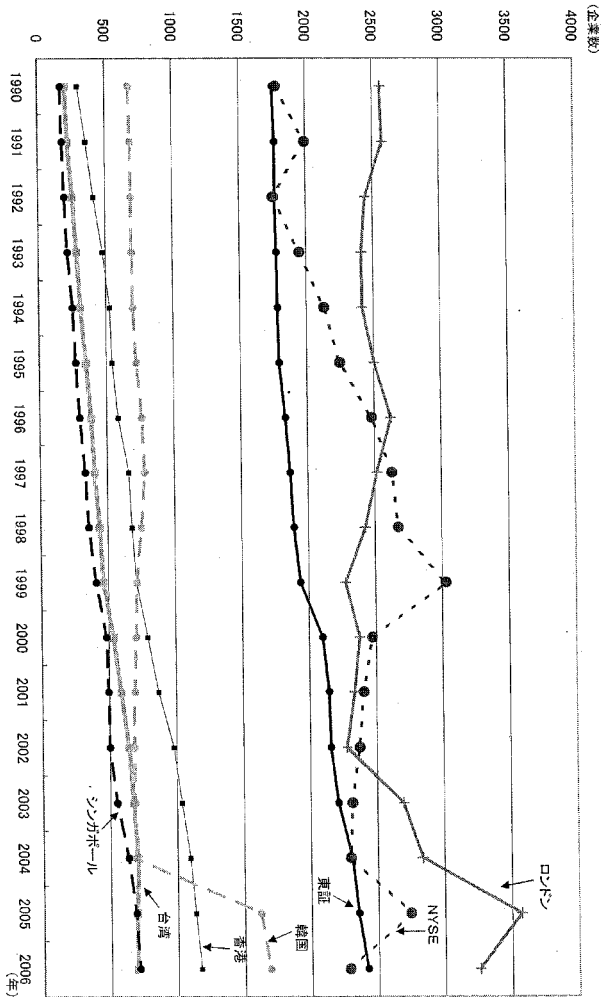


# 世界の取引所の上場企業時価総額比較



(注1) 1990年、2006年のデータともに12月末のもの。  
 (注2) 米国は2取引所(NYSEとNASDAQ)の合計、なお、各取引所の上場企業時価総額に占める内訳は、  
 1990年(NYSE:2.7兆ドル、NASDAQ:0.3兆ドル)、2006年(NYSE:15.4兆ドル、2006年:3.9兆ドル)、  
 (注2)ヨーロッパは17取引所(ロンドン、ユーロネクスト、フランクフルト、パリ、ミラノ、アムステルダム、ブダペスト、  
 ヴィエナ、ストックホルム、ヘルシンキ、ソフィア、ワルシャワ、リスボン、アテネ、オーストラリア、シンガポール、ジャカルタ、コロンボ)の合計。  
 (注3) アジアは13取引所(香港、上海、韓国、インドネシア、タイ、シンガポール、マレーシア、フィリピン、インドネシア、ジャカルタ、コロンボ)の合計。  
 (出所) World Federation of Exchanges(国際証券取引所連合)データより作成

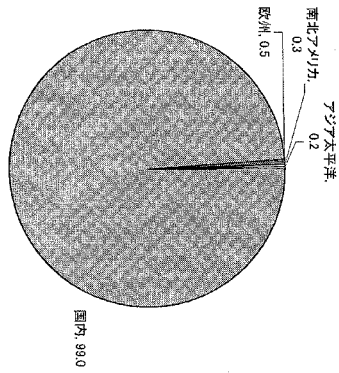
# 主要取引所及びアジア市場における上場企業数



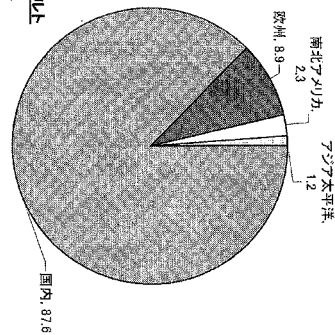


各国取引所上場企業の国籍別内訳(単位: %)

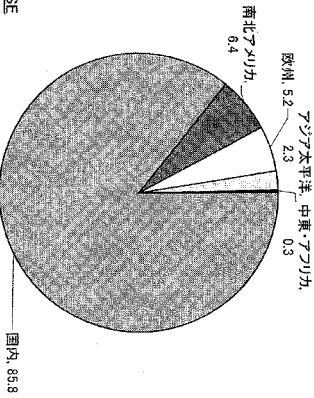
東証



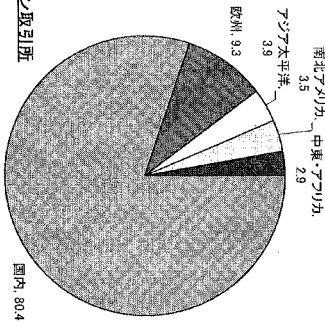
フランクフルト取引所



NYSE

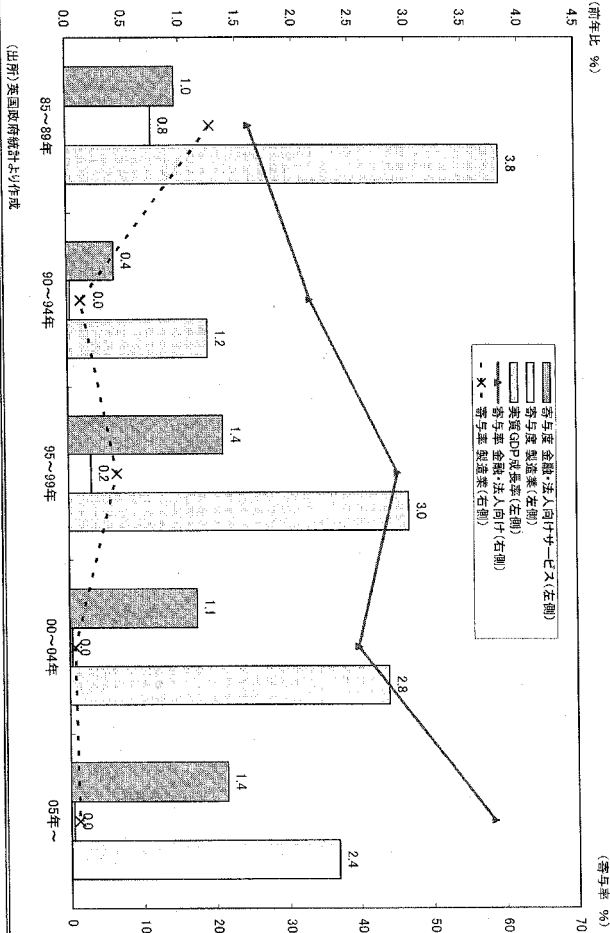


ロンドン取引所



(出所) 各国証券取引所

# 英国の経済成長に対する金融業の貢献



・英国の1990年以降の実質GDP成長の内約半分は金融業の成長によるもの。  
 ・ビッグバンプ以降の20年の英国労働力人口の増加(488万人)の内、約6割(283万人)が金融業のもの。

GDPに占める金融セクターの割合

|       |        |      |      |      |      |      |
|-------|--------|------|------|------|------|------|
| 香港    | シンガポール | 英国   | 米国   | 日本   | ドイツ  | フランス |
| 12.2% | 10.8%  | 8.3% | 8.3% | 7.0% | 5.6% | 5.2% |

(シンガポール、米国、日本は2005年、香港、フランスは2004年、ドイツは2002年)

(出所) 各国SNA統計より作成